

**MESTRADO**  
**ECONOMIA INTERNACIONAL E ESTUDOS**  
**EUROPEUS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**DISSERTAÇÃO**

A União Bancária e a fragmentação financeira na zona euro:  
análise do caso português

Inês Carolina Pereira Piedade

**OUTUBRO - 2020**

## **Agradecimentos**

Estes últimos meses têm sido marcados por um intenso esforço dedicado à elaboração da minha tese de mestrado. Contudo, nada disto seria possível se não tivesse o apoio de pessoas incríveis ao longo da minha caminhada pessoal e académica.

Ao Professor Doutor João Carlos Lopes, por toda a disponibilidade e amabilidade demonstrada em me acompanhar neste percurso. Agradeço pelos conhecimentos transmitidos e por todas as sugestões e revisões do meu trabalho, que foram fundamentais para poder chegar até aqui.

Aos meus pais, Lúcia e António, e à minha irmã Ana, sempre excecionais ao longo de toda a minha vida e em especial, nesta etapa tão importante para mim.

## Resumo

A crise financeira e, posteriormente, a crise das dívidas soberanas desafiaram a natureza do euro e trouxeram consigo a fragmentação financeira dos mercados, que atingiu o seu auge em 2011-2012. A forte relação que existia entre os bancos e os governos agravou o risco de crédito bancário, expôs as fragilidades institucionais da área do euro e aumentou a dispersão das taxas de juro entre os vários Estados membros. Em consequência, os países periféricos, como Portugal, viram a transmissão da política monetária gravemente prejudicada e enfrentaram elevadas taxas de juro, contudo, os países centrais, como a Alemanha, beneficiaram de taxas de juro excecionalmente diminutas. Neste período conturbado, as empresas não financeiras e as famílias confrontaram-se com o acesso ao crédito limitado pelas elevadas taxas de juro e pela redução da oferta de crédito, que ocorreram em consequência da degradação do balanço dos bancos. Assim, o Banco Central Europeu viu-se obrigado a adotar medidas não convencionais com o intuito de reparar e salvaguardar a eficácia da transmissão do mecanismo de política monetária para permitir a retoma da integração financeira dos mercados. De salientar ainda a importância de alguns *forward guidance* e da construção da União bancária, que também contribuíram para a redução da fragmentação financeira dos mercados. Neste trabalho, faz-se uma análise da fragmentação financeira na zona euro, comparando o custo do crédito bancário e a sua quantidade disponível a empresas não financeiras e famílias, em Portugal e na Alemanha, antes e depois da crise das dívidas soberanas.

**Palavras-chave:** Integração Económica e Monetária, Fragmentação Financeira, Empréstimos Bancários, Empresas Não Financeiras, Famílias, União Bancária.

## Abstract

The financial crisis and subsequently the sovereign debt crisis challenged the nature of the euro and brought with it the financial fragmentation of the markets, which peaked in 2011-2012. The strong relationship between banks and governments aggravated bank credit risk, exposed the institutional weaknesses of the euro area and augmented the dispersion of interest rates among the various Member States. As a result, peripheral countries, such as Portugal, saw the transmission of monetary policy severely impaired and faced high interest rates, however, central countries, such as Germany, benefitted from exceptionally low interest rates. In this troubled period, non-financial corporations and households saw access to credit limited by the high interest rates and reduced credit supply occurring from the deterioration of banks' balance sheets. Thus, the European Central Bank was obliged to adopt unconventional measures in order to repair and safeguard the effectiveness of the transmission of the monetary policy mechanism to allow the resumption of financial integration in the markets. It should also be noted the importance of some forward guidance and building a banking union, which also contributed to reducing the financial fragmentation of the markets. In this work, an analysis of financial fragmentation in the euro zone is made, comparing the cost of bank credit, and its amount available to companies and families, in Portugal and Germany, before and after the sovereign debt crisis.

**Key words:** Economic and Monetary Integration, Financial Fragmentation, Bank Loans, Non-Financial Corporations, Households, Banking Union.

## Índice

1. Introdução .....	1
2. Enquadramento teórico .....	3
2.1. Integração financeira .....	3
2.2. Fragmentação financeira.....	3
2.2.1. Enquadramento .....	3
2.2.2. Fragmentação no mercado de retalho .....	5
2.3. Heterogeneidade na transmissão do mecanismo de política monetária .....	6
2.4. Empresas não financeiras e famílias.....	8
2.5. Política monetária não convencional .....	10
2.6. União bancária.....	11
2.7. Recuperação económica .....	12
3. Metodologia e bases de dados .....	12
3.1. Horizonte temporal .....	12
3.2. Indicadores .....	13
3.3. Bases de dados .....	13
4. Resultados empíricos .....	13
4.1. Empresas não financeiras.....	13
4.1.1. Custos de empréstimos.....	13
4.1.2. Empréstimos com diferentes maturidades.....	14
4.1.3. Empréstimos por valor a empresas até um milhão de euros e acima de um milhão de euros .....	16
4.1.4. Diferenças no montante dos empréstimos a empresas até um milhão de euros e acima de um milhão de euros .....	17
4.2. Famílias.....	19
4.2.1. Empréstimos para compra de casa .....	19
4.2.2. Empréstimos para consumo e outros fins.....	19
4.2.3. Diferenças no montante de empréstimos para compra de casa.....	20
4.2.4. Diferenças no montante de empréstimos para consumo .....	21
4.2.5. Diferenças no montante de empréstimos para outros fins.....	22
4.3. Diferenças na estrutura do crédito bancário .....	23
4.4. Resultados econométricos.....	25
5. A União Bancária: situação presente e perspectivas futuras .....	27
6. Conclusão .....	30

Referências bibliográficas .....	32
Anexos .....	36

## **Lista de gráficos**

Gráfico 1. *Spread*: Custos de empréstimos

Gráfico 2. *Spread*: Empréstimos até um ano

Gráfico 3. *Spread*: Empréstimos de mais de um e até cinco anos

Gráfico 4. *Spread*: Empréstimos superiores a cinco anos

Gráfico 5. *Spread*: Empréstimos até 1M€

Gráfico 6. *Spread*: Empréstimos acima de 1M€

Gráfico 7. Diferença no montante de empréstimos até 1M€ em percentagem do PIB

Gráfico 8. Diferença no montante de empréstimos acima de 1M€ em percentagem do PIB

Gráfico 9. *Spread*: Empréstimos para compra de casa superiores a cinco anos

Gráfico 10. *Spread*: Empréstimos para consumo e outros fins superiores a cinco anos

Gráfico 11. Diferença no montante de empréstimos para compra de casa em percentagem do PIB

Gráfico 12. Diferença no montante de empréstimos para consumo em percentagem do PIB

Gráfico 13. Diferença no montante de empréstimos para outros fins em percentagem do PIB

Gráfico 14. Estrutura de crédito

## **Gráficos em anexo**

Gráfico A. Custos de empréstimos

Gráfico B. Empréstimos até um ano

Gráfico C. Empréstimos de mais de um ano e até cinco anos

Gráfico D. Empréstimos superiores a cinco anos

Gráfico E. Empréstimos até 1M€

Gráfico F. Empréstimos acima de 1M€

Gráfico G. Montante de empréstimos até 1M€ em percentagem do PIB

Gráfico H. Montante de empréstimos acima de 1M€ em percentagem do PIB

Gráfico I. Empréstimos para a compra de casa superiores a cinco anos

Gráfico J. Empréstimos para consumo e outros fins superiores a cinco anos

Gráfico K. Montante de empréstimos para a compra de casa em percentagem do PIB

Gráfico L. Montante de empréstimos para o consumo em percentagem do PIB

Gráfico M. Montante de empréstimos para outros fins em percentagem do PIB

## **Lista de quadros**

Quadro 4.1. Regressões econométricas

## **Lista de abreviaturas**

BCE	Banco Central Europeu
UE	União Europeia
PIB	Produto Interno Bruto
PME	Pequenas e Médias Empresas
OMT	<i>Outright Monetary Transaction</i>
UEM	União Económica e Monetária
MUS	Mecanismo Único de Supervisão
MUR	Mecanismo Único de Resolução
SESD	Sistema Europeu de Seguro de Depósitos
NPL	<i>Non-Performing Loans</i>



## **1. Introdução**

Os anos que precederam a grande crise financeira de 2008/2009 foram marcados pela integração financeira que caracterizava e fortalecia a União Europeia. Em especial, a adoção da moeda única promoveu um sistema financeiro integrado que provocou a redução da inflação e contribuiu para a homogeneização das taxas de juro entre os vários Estados membros. Contudo, o eclodir da crise financeira veio expor à superfície as lacunas do processo de integração europeu e deu aso à fragmentação financeira dos mercados, que surgiu de arrasto com a forte relação que existia entre os bancos e o soberano. Os bancos eram os principais detentores de dívida pública, o que fez com que a debilidade do setor soberano tivesse enfraquecido o sistema bancário e vice-versa. Assim, a fraca condição económica dos países periféricos castigados pela crise e o elevado risco de incumprimento que representavam, refletiram-se nas altas taxas de juro que enfrentavam ao financiar-se no mercado.

No caso português em particular, o período que antecedeu a crise foi marcado por elevados níveis de concessão de crédito, que se alimentavam das expectativas positivas da conjuntura económica. Contudo, o reverso da medalha foi o aumento da quantidade de empréstimos em incumprimento que se foram acumulando ao longo do tempo, em resultado do desleixo na função de supervisão e da gestão do sistema bancário pouco eficiente. Além disso, a procura interna e as importações aumentaram e refletiram-se na deterioração e acumulação de défices externos, o que significava uma dependência cada vez mais significativa de financiamento externo. Assim, Portugal entrou na crise financeira fortemente dependente do exterior, o que o tornou bastante vulnerável ao choque económico.

A discrepância financeira entre os Estados membros centrais e periféricos foi substancialmente elevada no período subsequente à crise financeira e especialmente durante a crise das dívidas soberanas, atingindo o seu auge em 2011-2012. Assim, apesar da fragmentação financeira ter ocorrido em vários mercados, teve início em momentos diferentes e ocorreu com intensidades distintas. Este estudo dá particular atenção à fragmentação financeira no mercado de retalho e avalia a discrepância do fator preço e do fator quantidade de empréstimos bancários entre Portugal e Alemanha, com o intuito de entender a dimensão da lacuna do país periférico face ao padrão europeu. Neste

sentido, Portugal foi fortemente prejudicado pela ineficácia da transmissão do mecanismo de política monetária, o que resultou em taxas de juro elevadas para os agentes económicos - empresas não financeiras e famílias. Com o efeito, o Banco Central Europeu (BCE) viu-se obrigado a intervir através da aplicação de medidas não convencionais com o objetivo de reparar e salvaguardar a eficácia da transmissão do mecanismo de política monetária para permitir a retoma da integração financeira dos mercados e a recuperação económica dos Estados membros. Importa ainda destacar a importância da criação da união bancária e de diversos *forward guidance*, que também contribuíram fortemente para a redução da fragmentação financeira.

Neste sentido, faz-se uma análise da fragmentação financeira na zona euro, comparando o custo do crédito bancário e a sua quantidade disponível a empresas não financeiras e famílias, em Portugal e na Alemanha, antes e depois da crise das dívidas soberanas. Depois desta breve introdução, no capítulo 2 é feito o enquadramento teórico da temática, explorando a fragmentação financeira dos mercados e o contributo da união bancária para a sua resolução. O capítulo 3 apresenta a metodologia adotada, as bases de dados utilizadas e a seleção do horizonte temporal. No capítulo 4 apresentam-se os resultados empíricos obtidos, relativos às empresas não financeiras e às famílias. O capítulo 5 expõe uma perspetiva atual sobre a união bancária e o seu futuro através das propostas que têm sido discutidas ao longo dos últimos anos. Por último, no capítulo 6 faz-se uma breve conclusão.

## **2. Enquadramento teórico**

### **2.1. Integração financeira**

A integração financeira foi uma das principais vias condutoras para tornar a União Europeia (UE) mais promissora e próspera a nível económico. A adoção da moeda única em 1999, serviu de catalisador para a promoção de um sistema financeiro integrado que permitiu a erradicação do risco da taxa de câmbio entre os países membros, a diminuição da inflação e da discrepância das taxas de juro nos países da zona euro para níveis relativamente baixos e estáveis (Terzi, 2011; Laeven and Tressel, 2014). No caso da economia portuguesa, a adesão ao euro conduziu da mesma forma à diminuição das taxas de juro e em resultado, ao alargamento da concessão de crédito. Dadas as expectativas positivas que se verificavam na altura, deu-se o aumento da procura interna, em especial do consumo e do investimento, que conduziram ao aumento do produto interno bruto (PIB) e do emprego. Além disso, as importações aumentaram e espelharam-se na deterioração e acumulação de défices externos pelo que, quando eclodiu a crise financeira e mais tarde a crise da dívida soberana, o país estava bastante sensível e subordinado ao financiamento externo, agravando a sua condição económica (Leão et al, 2014).

Neste sentido, a crise financeira trouxe à superfície as imperfeições do processo de integração europeu, desafiou a natureza do euro e abriu o caminho para a fragmentação financeira em vários mercados. A fragmentação financeira agravou-se nos anos que se seguiram e intensificou-se em consequência da crise da dívida soberana em 2011 (Abascal et al, 2013).

### **2.2. Fragmentação financeira**

#### **2.2.1. Enquadramento**

A fragmentação financeira define-se como um processo de desintegração do sistema financeiro que se caracteriza pela heterogeneidade “no funcionamento e desempenho dos mercados financeiros de diferentes jurisdições causadas por obstáculos à livre circulação de capitais e / ou serviços financeiros através das fronteiras” (Berenberg-Gossler and Enderlein, 2016; Traduzido de: European Commission, 2013, p. 20).

Com a eclosão da crise financeira em 2008, os mercados financeiros começaram a desintegrar-se em momentos distintos e a diferentes velocidades, atingindo o pico em 2011-2012 em consequência da crise da dívida soberana e reintegraram-se progressivamente com a adoção de medidas pelo BCE. Assim, a forte ligação entre o setor bancário e o setor soberano tornou-se a principal causa da desintegração financeira dos mercados. Os bancos eram os principais detentores de dívida pública, o que fez com que a debilidade do setor soberano tivesse enfraquecido o sistema bancário e vice-versa. Esta relação implicou que a crise da dívida soberana afetasse de forma significativa o risco de crédito dos bancos. Em resultado, a fragmentação financeira dos mercados afetou severamente a economia real, prejudicou o investimento e levou à destabilização financeira da área do euro, agravando a dispersão das taxas de juro entre os vários Estados membros (Horvath, 2018; Arnold and van Ewijk, 2014).

De acordo com Abascal et al (2013), o mercado de ações tornou-se quase irrelevante no ano de 2012 pelo que, a sua desintegração ocorreu maioritariamente devido aos restantes mercados e em especial, ao mercado de dívida soberana. O mercado interbancário foi o mais afetado e os empréstimos transfronteiriços foram fortemente reduzidos. Em resultado, os países periféricos foram mais atingidos que os países centrais tal era a sua dependência por financiamento vindo do exterior e além disso, enfrentavam “níveis mais altos de dívida, pior situação económica e níveis mais elevados de risco nas suas instituições financeiras” (Traduzido de: Abascal et al, 2013, p. 4). Com a crise financeira, os sistemas bancários da periferia passaram a representar menos credibilidade, mais insegurança e maior risco de redenominação pelo que, os fluxos de capitais das economias periféricas passaram a migrar tendencialmente para as economias centrais que receberam grandes quantidades de entradas líquidas de capital do estrangeiro (Dor, 2019). Importa acrescentar que, as taxas de juro determinadas pelo BCE têm influência nas taxas de juro interbancárias e em consequência, no custo dos empréstimos feitos pelos bancos que afetam a realidade económica (Aristei and Gallo, 2014).

Em resultado da fragmentação financeira, os países periféricos enfrentaram a interrupção da transmissão da política monetária que resultou em elevadas taxas de juro, no entanto, os países centrais confrontavam-se com taxas de juro atipicamente diminutas e custos de ativos enviesados (Dragui, 2014). Esta divergência dos mercados financeiros teve como consequência a disponibilidade díspar na concessão de crédito entre economias

periféricas e centrais para os diversos agentes económicos (Berenberg-Gossler and Enderlein, 2016).

### **2.2.2. Fragmentação no mercado de retalho**

As taxas de empréstimo bancários dos vários Estados membros encontravam-se pouco dispersas no período 2003-2008, no entanto, a situação agravou-se a partir desse ano e apesar do decréscimo na dispersão a partir de 2013, permaneceram em níveis superiores aos praticados antes da crise. Esta circunstância provocou alguns constrangimentos dado que o setor privado da área do euro se financia maioritariamente através de empréstimos bancários (De Sola Perea and Van Nieuwenhuyze, 2014; European Commission, 2015a). O risco de redenominação foi um dos principais responsáveis pela fragmentação financeira dos mercados, afetando particularmente os países periféricos. Este havia sido erradicado com a introdução da moeda comum, no entanto, com as tensões provocadas pela crise reemergiu e provocou a dispersão das taxas de empréstimo, em especial até 2012. Esta dispersão atribuiu-se também a fatores específicos de cada país como a sua situação económica, a discrepância relativa aos *spreads* soberanos e à qualidade do balanço dos bancos. Além disso, o aumento do risco de crédito bancário influencia as taxas de empréstimo, pois provoca o aumento dos custos de financiamento bancário e do *spread* praticado entre o custo de financiamento e a taxa de empréstimo. Assim, as taxas de empréstimo têm influência das taxas de juro do mercado monetário e da taxa diretora, mas também dos riscos associados ao setor bancário e soberano (European Commission, 2015a).

De acordo com De Sola Perea and Van Nieuwenhuyze (2014), o nível de capitalização bancária influencia negativamente a taxa de empréstimo do banco, ou seja, quanto mais capitalizado for o banco, menor será a taxa de empréstimo praticada. Assim, em consequência da crise verificou-se uma degradação da capitalização bancária que se refletiu no aumento da taxa de empréstimo, em especial no ano de 2013. Esta maior sensibilidade à solidez do sistema bancário nacional sugere que os bancos dos países mais afetados necessitavam de aumentar a sua capitalização para fazer baixar a taxa de empréstimo. Além disso, a correlação positiva entre as taxas de empréstimo e risco do tomador leva a que, quanto maior for o nível de empréstimos vencidos, maior será o

*spread* da taxa de empréstimo que o banco pratica. Assim, a interação destes dois fatores com a taxa de empréstimo sugere que a posição económico-financeira de cada país se reflete no nível de eficácia da transmissão da política monetária, em especial desde o começo da crise financeira internacional.

### **2.3. Heterogeneidade na transmissão do mecanismo de política monetária**

Nos anos que precederam a crise financeira, o ambiente económico propício e o nível de integração europeu permitiam que a transmissão da política monetária do BCE fosse transmitida de maneira íntegra e eficaz à zona euro, no entanto, com o embater da crise esta realidade mudou e a transmissão da política monetária através dos diversos canais foi severamente afetada pela fragmentação financeira dos mercados, o que provocou a heterogeneidade das taxas de juro entre os vários países membros da zona euro (Ciccarelli et al, 2013).

A zona euro sofreu um choque assimétrico e, em consequência, a política monetária não afetou todos os Estados membros de igual forma. Os países afetados pela crise da dívida soberana continuavam a enfrentar tempos de recessão económica e a sofrer com uma política monetária rígida ao passo que, os países menos afetados continuavam a trilhar o seu percurso de crescimento económico de uma maneira quase normal, enfrentando uma política monetária mais relaxada. A fragmentação financeira agravou a situação uma vez que, causou sérios problemas no mecanismo de transmissão de política monetária. O BCE baixou a taxa de juro e provocou a redução do custo de empréstimos em economias centrais como a Alemanha, que não carecia de uma política monetária mais relaxada, no entanto, em países periféricos como Portugal, que necessitavam de taxas de juro baixas, continuavam a aumentar. Assim, a transmissão da política monetária falhou para com os países que mais careciam de auxílio (Baldwin and Wyplosz, 2019). Segundo Laeven e Tressel (2014), os países mais afetados pela crise limitaram a oferta de crédito e praticaram taxas de empréstimo elevadas, o que dificultava uma vez mais os canais de transmissão da política monetária. Neste contexto, em países com condições económicas mais rudimentares, o *stress* soberano prejudicou o canal da taxa de juros da política monetária e o *stress* financeiro a nível bancário afetou negativamente o canal de

empréstimos bancários. Em resultado, as condições de empréstimo tornaram-se mais restritas, as taxas de juro mais heterógenas entre Estados membros e a política monetária passou a ser pro-cíclica. Deste modo, apesar do BCE ter reduzido a taxa diretora, as taxas de empréstimo nos países mais afetados continuaram mais elevadas pelo que, as alterações da taxa diretora não se refletiram na realidade económica.

De acordo com Ciccarelli et al (2013), o mecanismo de transmissão da política monetária foi influenciado pela debilidade económica e financeira do governo, do sistema bancário, das empresas e famílias. Além disso, pode ser afetado também pela estrutura do mercado financeiro e o nível de concorrência bancária (Leroy and Lucotte, 2016). Van Leuvensteijn et al., (2013) mostraram que a existência de concorrência bancária na área do euro afeta significativamente o mecanismo de transmissão da política monetária pelo que, quanto maior for o nível de concorrência bancária mais eficaz será o mecanismo, pois aumenta a transmissão da taxa diretora em direção às taxas de empréstimo. O nível de concorrência bancária mais elevado provoca a redução das taxas de juro dos empréstimos e aumenta a transmissão da taxa de juros de longo prazo. Num ambiente de concorrência mais elevado, os bancos comerciais oferecem taxas de empréstimo mais baixas e tornam-se mais eficazes e responsivos às alterações da taxa diretora através do canal da taxa de juros para garantir a sua participação no mercado. Apesar das adversidades provocadas pela crise que afetaram a transmissão da política monetária, a concorrência bancária continuou a ter elevada importância na eficácia do mecanismo (Leroy and Lucotte, 2015).

Illes e Lombardi (2013) mostraram que para avaliar a eficácia da transmissão da política monetária através do canal da taxa de juros devem considerar-se diversos *spreads*. Com o eclodir da crise financeira de 2008, o *spread* baseado na discrepância entre a taxa de empréstimo e a taxa diretora aumentou em todos os países. A situação agravou-se com a crise soberana que se caracterizou pelo aumento no *spread* dos bancos em especial para empréstimos de menor dimensão, pois acarretavam maiores riscos para a concessão de crédito (Avouyi-Dovi et al, 2017). Além disso, os elevados riscos de títulos soberanos espelharam-se no aumento dos *spreads* de empréstimos bancários praticados nesses países.

## **2.4. Empresas não financeiras e famílias**

A crise financeira de 2008 e em especial, a crise da dívida soberana provocaram graves tensões no setor privado não financeiro, restringindo severamente a capacidade de obtenção de financiamento por empresas não financeiras e famílias (European Central Bank, 2012).

As empresas não financeiras viram as condições de acesso ao financiamento limitadas não só pelo aumento das taxas de juro (fator preço) como também pela diminuição na quantidade de concessão de crédito (fator quantidade), em consequência da degradação dos balanços dos bancos (Demary et al, 2015). No lado da procura de empréstimos bancários por empresas, refletiram-se as diferentes necessidades de financiamento externo para investimentos e fundo de maneo, bem como as discrepâncias na capacidade de financiamento interno de cada empresa entre os Estados membros. No lado da oferta de empréstimos bancários, as dificuldades dos bancos no acesso ao financiamento nos mercados e as condições deterioradas dos seus balanços levaram a graves e díspares perturbações do mecanismo de transmissão da política monetária, afetando em especial o canal de empréstimos bancários e o canal da taxa de juros (European Central Bank, 2012).

De acordo com European Commission (2015a), as taxas de juro para empréstimos a empresas não financeiras oscilaram bastante em consequência do risco soberano pelo que, o seu aumento resultou no crescente risco e preço do financiamento bancário, refletindo-se em taxas de empréstimo mais elevadas. A importância destes fatores tem maior relevância nos Estados membros periféricos onde a relação entre o risco de crédito bancário e risco soberano é mais acentuada. Além disso, a discrepância das taxas de empréstimos para as empresas deu-se entre países e dentro dos países, onde se retira que as condições de concessão de empréstimo são influenciadas pelo ambiente económico que o país atravessa bem como pelas condicionantes de cada banco (Holton and Rodriguez d'Acri, 2015). Esta heterogeneidade pode ser ainda explicada pelo crescente risco de crédito e aversão ao risco bancário quando as condições económicas são pouco propícias. Assim, num ambiente de fraco crescimento económico, aumentam as possibilidades de as empresas falirem e de não cumprirem as suas responsabilidades. Em consequência do maior risco que os agentes representam, as taxas de empréstimo aumentam bem como as restrições à concessão de crédito. Estas condicionalidades são



piores nos países que apresentem um ambiente económico mais debilitado, nomeadamente os países periféricos em detrimento dos países centrais (European Central Bank, 2013).

As pequenas e médias empresas (PME) tendem a confrontar-se com custos de financiamento mais elevados em relação a grandes empresas por consequência da diferença na taxa de juro praticada entre pequenos e grandes empréstimos. Estes tipos de empresas enfrentam maiores restrições no acesso ao financiamento quando comparado com as de grande dimensão, que têm ao dispor mais alternativas para se financiarem. Em exemplo, o financiamento alternativo pode ser conseguido pelas grandes empresas no mercado de capitais. Contudo, apenas uma pequena parte das PME tem acesso a esse mercado pelo que se financiam principalmente através de créditos comerciais, *leasing*, entre outros (Demary *et al*, 2015), tornando-as mais vulneráveis à aversão do risco pelos bancos. Além disso, as utilizações de diferentes formas de financiamento também variam consoante o país em questão (European Central Bank, 2014).

A transmissão das taxas de juro do BCE para as taxas de empréstimo dirigidas às famílias é menos eficiente quando comparado com as empresas não financeiras pelo que, as taxas de empréstimo permaneceram mais elevadas para estes agentes, em especial no período em que a fragmentação financeira foi mais elevada (Canova *et al*, 2016). Num ambiente económico mais deteriorado, o nível de desemprego aumenta e, por consequência, a concessão de crédito às famílias torna-se mais arriscado pelo que, os bancos aumentam as taxas de empréstimo para fazer face a uma eventual perda inesperada de ativos (European Central Bank, 2013; European Commission, 2015a).

A análise de *spreads* permite também compreender a capacidade de acesso ao financiamento pelas empresas não financeiras e famílias. Deste modo, o *spread* entre o custo de financiamento dos bancos e a taxa de empréstimo bancário é mais elevado quando o ambiente económico do país é mais deteriorado e assim, o acesso a financiamento para estes agentes é restringido (European Commission, 2015a). De acordo com Louri and Migiakakis (2015), a análise do *spread* entre as taxas de empréstimo e as taxas de depósito permitiu mostrar que as empresas se confrontam com custos de financiamento diferentes em consequência da aversão ao risco que cada banco de cada Estado membro tem. Além disso, a concessão de crédito a empresas não financeiras

influencia o meio económico ao seu redor no sentido em que, o custo de financiamento afeta os seus lucros e, por consequência, o investimento e crescimento.

## 2.5. Política monetária não convencional

Dadas as graves perturbações que a zona euro atravessava, o BCE viu-se obrigado a adotar medidas não convencionais com o intuito de reparar e salvaguardar a eficácia da transmissão do mecanismo de política monetária para permitir a retoma da integração financeira dos mercados. Estas medidas adicionais pretendiam complementar o instrumento da taxa de juros da política monetária e não substituí-lo (Cour-Thimann, P. and Winkler, 2013). De acordo com European Central Bank (2015), as medidas não padronizadas que vigoraram até 2014 tinham como objetivo principal a recuperação das lacunas existentes no mecanismo de transmissão da política monetária. No entanto, a partir desse ano foram introduzidas novas medidas que acrescentaram o propósito de “reforçar a postura acomodatória da política monetária diante das perspetivas persistentemente fracas de inflação, desaceleração do ritmo de crescimento e moderação da dinâmica monetária e de crédito” (Traduzido de: European Central Bank, 2015, p. 2).

Além das medidas não convencionais adotadas pelo BCE, importa salientar a importância de alguns anúncios de política monetária futura (*forward guidance*) que contribuíram para reduzir a fragmentação financeira (ver anexo I). No seu célebre discurso na conferência em Londres, Dragui (2012) transmitiu que o BCE iria fazer o que fosse necessário para salvar o euro e o poder das suas palavras ajudou a retomar a integração financeira dos mercados. O anúncio da criação da união bancária ecoou significativamente na redução da heterogeneidade financeira dos mercados e contribuiu para o restabelecimento da confiança dos investidores na zona euro, mostrando a posição firme do BCE para fazer face aos desafios criados pela crise da dívida soberana (Abascal *et al*, 2013). Ainda o anúncio do programa de *Outright Monetary Transaction* (OMT) foi apontado por Collignon 2014 como uma das medidas de maior relevância uma vez que, o anúncio da sua inserção permitiu a redução da dispersão dos *spreads* dos títulos soberanos entre os Estados membros e em consequência, baixou o nível de fragmentação financeira. Importa destacar que este programa nunca chegou a ser efetivamente realizado.

Deste modo, a aplicação de medidas não padronizadas em cada país refletiu a heterogeneidade das condições financeiras a nível fiscal, macroeconómico, financeiro e os diversos problemas estruturais que existiam entre os Estados membros da zona euro (Praet, 2012).

## **2.6. União bancária**

A união bancária define-se como “um complemento essencial da União Económica e Monetária (UEM) e do mercado interno, que harmoniza a responsabilidade pela supervisão, pela resolução e pelo financiamento a nível da UE e obriga os bancos em toda a área do euro a respeitarem as mesmas normas” (Magnus, 2019, p. 1). Estas regras visam minimizar os custos para os contribuintes, garantindo que os bancos são os responsáveis pelos seus riscos e perdas (Magnus, 2019). Em 2013, criou-se o primeiro pilar da união bancária – Mecanismo Único de Supervisão (MUS) – que visa a supervisão dos grupos bancários com maior relevância e dimensão sem tirar a responsabilidade de controlo aos supervisores nacionais em relação a outros bancos. Em 2014, criou-se o segundo pilar da união bancária em resultado do acordo político conseguido entre o Parlamento e o Conselho - o Mecanismo Único de Resolução (MUR) – que visa a gestão eficiente de insolvências que possam ocorrer, minimizando os custos para os contribuintes e para a realidade económica. Posteriormente, a Comissão Europeia apresentou a sua proposta legislativa para acrescentar o terceiro pilar da união bancária – Sistema Europeu de Seguro de Depósitos (SESD) (Magnus, 2019). No entanto, continua incompleta e novas propostas estão em cima da mesa para o seu término (Berenberg-Gossler and Enderlein, 2016).

Importa ainda acrescentar que, a união bancária contribuiu para a diminuição da fragmentação financeira e para o aperfeiçoamento da construção do euro uma vez que, o seu anúncio transmitiu confiança suficiente aos investidores através do reforço da intenção política de fortalecer a integração europeia (Rojo *et al.*, 2014). Além disso, assumiu um papel fundamental no apoio ao crédito e ao crescimento económico, no conserto do balanço dos bancos, no aumento da transmissão da política monetária e na redução do laço entre bancos e soberanos (Al-Eyd and Berkmen, 2013).

## 2.7. Recuperação económica

Especialmente desde a adoção do pacote de flexibilização de crédito implementado em julho de 2014, deu-se a diminuição das taxas de empréstimo e o aumento da eficácia da transmissão da política monetária pelo que, a queda das taxas de empréstimo foi maior em países periféricos do que em países centrais.

De acordo com European Central Bank (2017), a queda das taxas de empréstimos varia em função da dimensão do empréstimo pelo que, as taxas de pequenos empréstimos diminuíram mais rapidamente em relação a grandes empréstimos, contribuindo para a redução do *spread* entre empréstimos de pequena e grande dimensão. Além disso, ocorreu a redução das taxas de empréstimo para as famílias e empresas não financeiras através da melhoria da transmissão da taxa diretora, embora a um ritmo mais lento para as famílias (European Central Bank, 2016). Neste sentido, o aumento da transmissão da taxa de diretora permitiu que as taxas de empréstimo se tornassem mais homogéneas entre os países da zona euro. Em acrescento, a reintegração dos mercados passa também pelo aumento de competitividade dos países. Se os países periféricos adotarem reformas estruturais que levem ao crescimento económico, a sua economia irá aproximar-se de outras mais competitivas e assim, recuperar financeiramente (Dragui, 2014).

Deste modo, as medidas não convencionais, alguns *forward guidance* e em especial a criação da união bancária, reduziram o impacto da crise que resultou na diminuição dos seus custos a curto e médio prazo e contribuíram para a retoma da integração financeira dos mercados (European Central Bank, 2017).

## 3. Metodologia e bases de dados

### 3.1. Horizonte temporal

A importância deste tema reside na compreensão da relevância da União Bancária para a coesão do sistema bancário da União Europeia, evitando que se repitam no futuro os problemas decorrentes da crise financeira internacional de 2008/2009 e da crise das dívidas soberanas de 2010/2012, designadamente a fragmentação financeira entre as economias periféricas (Portugal) e as economias centrais (Alemanha) e os sérios problemas de divergência e desigualdade competitiva que ela provoca.

Neste sentido, a escolha da janela temporal, 2003-2020, visa abarcar os anos que antecederam e sucederam à crise financeira e à crise das dívidas soberanas com o intuito de entender a discrepância no acesso ao crédito por parte das empresas não financeiras e das famílias, que resultou da desintegração financeira dos mercados europeus.

### **3.2. Indicadores**

Os indicadores escolhidos visam a análise de preços e quantidades relativas ao negócio bancário no período anterior e posterior à crise financeira e à crise das dívidas soberanas.

A análise dos custos de empréstimos e das taxas de juro bancárias, que variam em consonância com as maturidades e os montantes, permite entender como é que a fragmentação financeira se espelhou no preço dos empréstimos bancários. Além disso, a escolha de indicadores relativos à quantidade de empréstimos concedidos possibilita a compreensão das consequências da desintegração financeira dos mercados através da análise dos montantes dos empréstimos ponderados pelo PIB de cada país. Neste sentido, o cálculo dos *spreads* e das diferenças dos montantes dos empréstimos relativos a empresas não financeiras e famílias visa comparar a discrepância na acessibilidade ao crédito entre os dois países.

### **3.3. Bases de dados**

Para o efeito, a maioria dos indicadores foram recolhidos na base de dados do Banco Central Europeu - *ECB Statistical Data Warehouse* - excetuando-se o indicador relativo ao PIB e componentes principais (preços correntes, com dados ajustados sazonalmente), que foi recolhido no *Eurostat Database*.

## **4. Resultados empíricos**

### **4.1. Empresas não financeiras**

#### **4.1.1. Custos de empréstimos**

A análise do *spread* dos custos de empréstimos (Gráfico 1) permite verificar que, o custo praticado foi sempre superior em Portugal quando comparado com a Alemanha.

O período que antecedeu a crise financeira registou uma discrepância relativamente pequena até julho de 2007 (0,32pp). No entanto, com o eclodir da crise financeira de 2008, a diferença dos custos suportados pelas empresas entre os dois países aumentou 1,47pp até janeiro de 2009, em resultado do aumento dos custos de empréstimo, especialmente em Portugal (ver gráfico A em anexo II).

Além disso, a crise da dívida soberana veio aumentar a fragmentação financeira entre os mercados, atingindo o valor de 3,39pp em outubro de 2012. Este constrangimento deveu-se, maioritariamente, à fraca capacidade de acesso dos bancos nacionais portugueses a financiamento nos mercados internacionais, tal era o elevado risco de incumprimento das suas responsabilidades que o país representava, o que se refletiu em custos de empréstimos mais elevados para as empresas.

Para reverter esta situação, o BCE procedeu à adoção de medidas não convencionais que fizeram diminuir a discrepância nos custos de novos empréstimos suportados pelas empresas, atingindo um dos valores mais baixos do *spread* em abril de 2020 (0,53pp).

**Gráfico 1. *Spread*: Custos de empréstimos**



Fonte: Elaboração própria a partir de BCE

#### 4.1.2. Empréstimos com diferentes maturidades

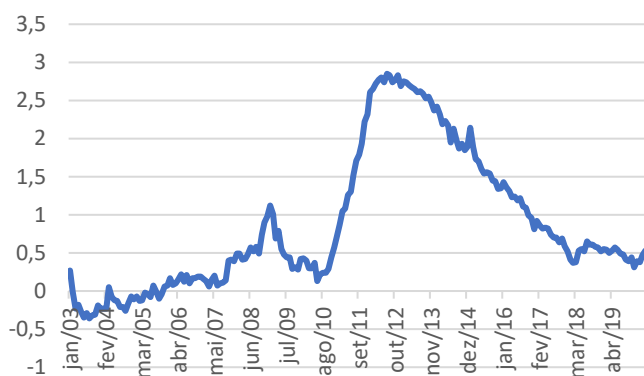
Os *spreads* analisados para as taxas de juros em empréstimos com maturidades até um ano (gráfico 2) e de um ano a cinco anos (gráfico 3) seguem as mesmas tendências, tendo registado os pontos máximos de fragmentação em consequência da crise da dívida soberana, novembro de 2012 (2,83pp) e em outubro de 2013 (2,08pp), respetivamente. Assim, é perceptível que as taxas de juro neste período tenham atingidos valores mais elevados que os praticados pela economia alemã se se tiver em consideração que Portugal atravessava um período bastante conturbado com elevada dívida pública e incapacidade de incumprimento das suas responsabilidades associada (ver gráfico B e C em anexo II).

Neste sentido, a recuperação económica do país refletiu-se na diminuição do *spread* entre os dois países até abril de 2020 em ambos os casos. No caso dos empréstimos com maturidade até um ano, teve um decréscimo de 81,27% e em contrapartida, o *spread* diminuiu 79,80% no que respeita a empréstimos com maturidade de mais de um ano até cinco anos.

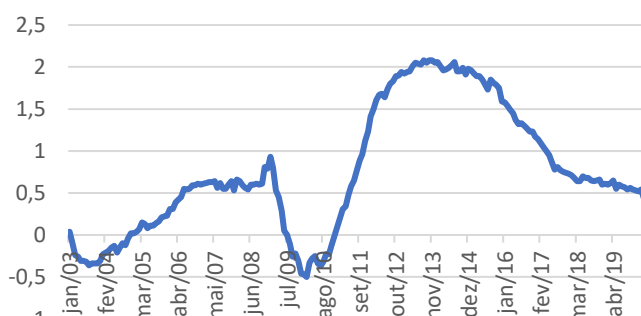
No entanto, importa ainda observar o caso menos padronizado que remete para as taxas de juros dos empréstimos com maturidade superior a cinco anos (gráfico 4). Neste contexto, as taxas de juro eram mais elevadas na Alemanha no período que antecedeu a crise financeira, episódio que se repetiu entre março de 2009 e julho de 2011 (ver também gráfico D em anexo II). Contudo, apesar da maior discrepância entre dezembro de 2006 e março de 2009 a registar o valor máximo de 0,96pp (novembro de 2008), a fragmentação financeira entre Portugal e Alemanha apaziguou desde 2011 e não ultrapassou o *spread* máximo de 0,4pp, registado em abril de 2020. Em suma, no que respeita à taxa de juro em empréstimos com maturidade acima de cinco anos, o *spread* entre os dois países foi relativamente reduzido e não chegou a alcançar o valor de 1,5pp.

Assim conclui-se que, quanto maior a maturidade do empréstimo, menor a discrepância das taxas de juro entre os dois países.

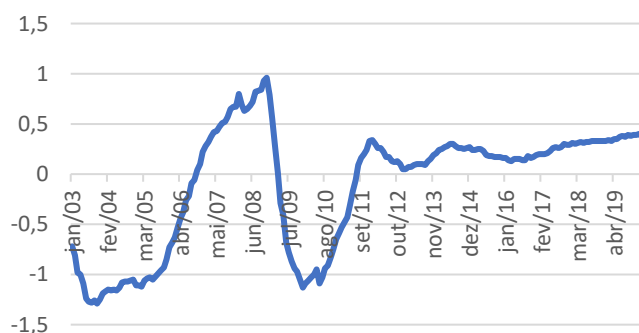
**Gráfico 2. *Spread*: Empréstimos até um ano**



**Gráfico 3. *Spread*: Empréstimos de mais de um e até cinco anos**



**Gráfico 4. *Spread*: Empréstimos superiores a cinco anos**



Fonte: Elaboração própria  
a partir de BCE

#### **4.1.3. Empréstimos por valor a empresas até um milhão de euros e acima de um milhão de euros**

A análise dos *spreads* relativos às taxas de juro aplicadas a empréstimos até 1M€ (novos empréstimos) e acima de 1M€ (novos empréstimos), gráfico 5 e 6 respetivamente, permite traçar um perfil comum relativo à pouca discrepância que existiu entre os dois países analisados até 2007. Contudo, a crise financeira veio alterar o panorama económico e trouxe à tona a evidente discrepância das condições económicas de cada país refletidas nas taxas de juro praticadas nos empréstimos.

A observação em detalhe ao *spread* entre os dois países relativo às taxas de juro aplicadas em empréstimos até 1M€ permite verificar que, o *spread* atingiu valores mais elevados em consequência da crise financeira e da crise da dívida soberana, nomeadamente 2,35pp em fevereiro de 2009 e 4,01pp em agosto de 2012. Posteriormente, assumiu uma tendência decrescente devido às medidas adotadas pelo BCE, diminuindo 91,77% até março de 2018. Neste sentido, pode afirmar-se que esse mês registou um dos valores mais baixos da janela temporal em reflexo da reaproximação financeira dos dois países. Importa acrescentar ainda que, as taxas de juro praticadas em Portugal foram sempre superiores às praticadas na Alemanha (ver gráfico E em anexo II).

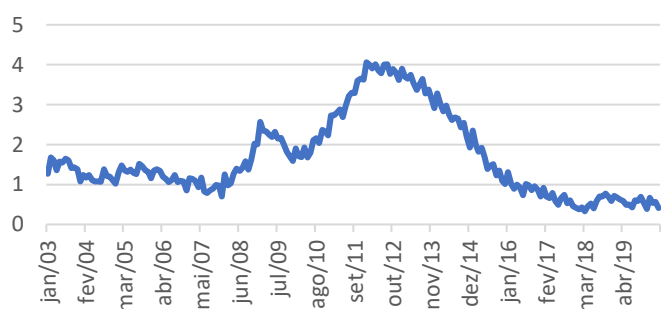
No mesmo sentido, pode analisar-se que, o *spread* relativo às taxas de juro praticadas em empréstimos acima de 1M€ atingiu valores elevados em consequência da crise financeira de dívida soberana, respetivamente 1,7pp em janeiro de 2009 e 3,59pp em outubro de 2012. Tal como aconteceu na situação anteriormente observada, o *spread* diminuiu ao longo da janela temporal observada em 89,42% até dezembro de 2017, atingindo um dos valores menos elevados nesse momento. Além disso, pode observar-se que, as taxas de juro aplicadas foram maioritariamente inferiores na Alemanha quando comparado com Portugal (ver gráfico F em anexo II).

Destas duas análises pode retirar-se que, tanto para taxas de juro a empréstimos até 1M€ como acima de 1M€, as taxas de juro praticadas em Portugal foram maioritariamente superiores às praticadas na Alemanha. Além disso, é visível que o *spread* entre os dois países é maioritariamente mais discrepante para empréstimos até 1M€ do que para empréstimos acima de 1M€. Esta circunstância reflete a maior dificuldade que as PME tiveram em aceder a financiamento quando comparado com as grandes empresas, dado o



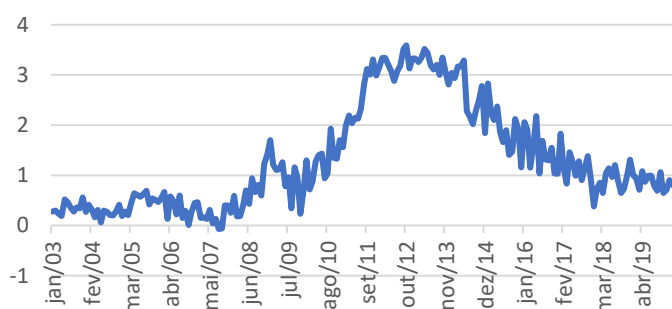
maior risco que representavam perante as instituições bancárias. No entanto, apesar do *spread* para empréstimos a empresas até 1M€ ter sido mais díspar durante os períodos económicos mais conturbados, verificou-se que a redução do *spread* entre o país periférico e o país central foi mais rápida nesse contexto do que para empréstimos superiores a 1M€. Em exemplo, pode aferir-se que entre março de 2015 e abril de 2020, o *spread* para empréstimos até 1M€ diminuiu 77,47% e acima de 1M€, registou uma redução de 73,81%.

**Gráfico 5. *Spread*: Empréstimos até 1M€**



Fonte: Elaboração própria a partir de BCE

**Gráfico 6. *Spread*: Empréstimos acima de 1M€**



Fonte: Elaboração própria a partir de BCE

#### **4.1.4. Diferenças no montante dos empréstimos a empresas até um milhão de euros e acima de um milhão de euros**

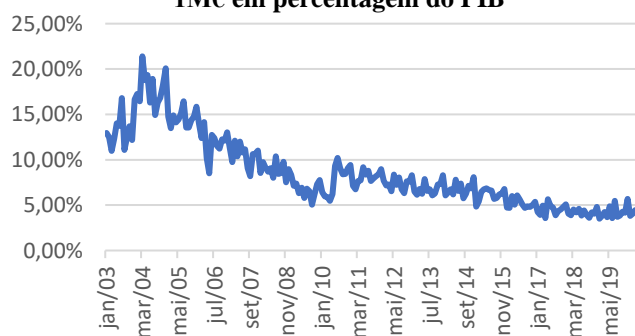
A análise relativa à diferença no montante dos empréstimos a empresas até 1M€ (novos empréstimos) e acima de 1M€ (novos empréstimos) em percentagem do PIB, gráfico 7 e 8 respetivamente, permite verificar que existe um perfil quase inverso na quantidade de crédito concedida às empresas consoante o montante.

Pode verificar-se que o montante de empréstimos até 1M€ (novos empréstimos) concedidos em Portugal é sempre superior à concedida na Alemanha durante a janela temporal observada. Após ter atingido o valor de diferença mais elevado entre os dois países em março de 2004 (21,40%), decresceu 76,36% até setembro de 2009, o que se deveu em parte à diminuição da concessão de crédito em Portugal provocado pela chegada da crise financeira (ver gráfico G em anexo II). Além disso, apesar de ter atingido um novo valor de discrepância elevado em julho de 2010 (10,19%), a diferença nos empréstimos concedidos apaziguou-se gradualmente entre os dois países.

A observação da diferença do montante dos empréstimos a empresas acima de 1M€ (novos empréstimos) permite observar que, a concessão de crédito foi maioritariamente superior na Alemanha quando comparado com Portugal. A chegada da crise financeira fez disparar a discrepância entre os dois países para um valor máximo negativo de 27,82% em setembro de 2008, o que refletiu a concessão de crédito bastante mais acentuada na Alemanha do que em Portugal. Além disso, em março de 2011 (-15,26%), a situação voltou a agravar-se em consequência da crise da dívida soberana que afetou fortemente os países periféricos e em resultado, a capacidade de concessão de crédito de Portugal. O período de menor discrepância entre janeiro de 2013 e junho de 2014 reflete o reforço das medidas não convencionais para fazer face à fragmentação financeira dos mercados. No entanto, após esse período, apesar de a Alemanha ter mantido relativamente constante a concessão de crédito a empresas acima de 1M€ e ter aumentado no fim da janela temporal, Portugal diminuiu a concessão de empréstimos (ver gráfico H em anexo II). Em resultado, a diferença no montante dos empréstimos deste tipo traduziu-se em -21,77% em março de 2020, um dos valores mais elevados desde a crise financeira de 2008.

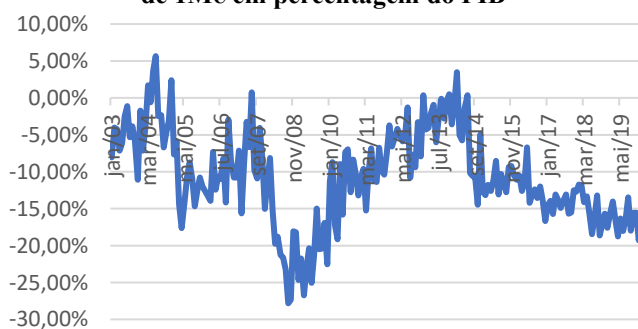
Em suma, pode concluir-se que, a concessão de empréstimos até 1M€ é sempre maior em Portugal do que na Alemanha durante a janela temporal observada e, em contrapartida, o montante de empréstimos acima de 1M€ ocorreu com maior facilidade na Alemanha. Assim, presume-se que, em Portugal, a concessão de empréstimos a PME é mais elevada do que para grandes empresas, no entanto, a situação inverte-se quando se analisa o caso alemão. Estas circunstâncias podem ter explicação no facto de a estrutura de empresas por dimensão ser substancialmente diferente entre os dois países, isto é, existirem mais PME e menos grandes empresas em Portugal do que na Alemanha e o contrário, menos PME e mais grandes empresas na Alemanha do que em Portugal.

**Gráfico 7. Diferença no montante de empréstimos até 1M€ em percentagem do PIB**



Fonte: Elaboração própria a partir de BCE

**Gráfico 8. Diferença no montante de empréstimos acima de 1M€ em percentagem do PIB**



Fonte: Elaboração própria a partir de BCE

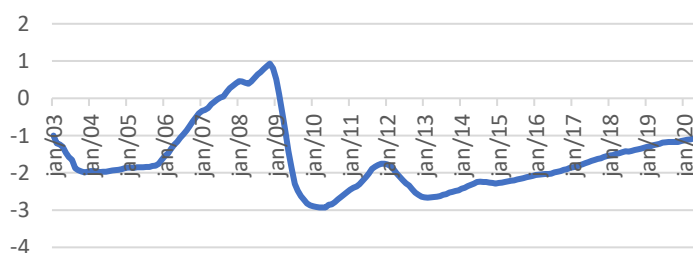
## 4.2. Famílias

### 4.2.1. Empréstimos para compra de casa

A análise do gráfico 9 permite observar que, o *spread* entre Portugal e Alemanha relativo às taxas de juro aplicadas em empréstimos para a compra de casa com maturidade superior a cinco anos foi substancialmente negativo durante a janela temporal observada. No entanto, esta tendência inverteu-se no período marcado pela crise financeira, entre agosto de 2007 e fevereiro de 2009, atingindo o *spread* máximo positivo de 0,8pp em dezembro de 2008. Assim, apesar desta diferença ter sido sempre negativa até ao fim da janela temporal, a discrepância entre as taxas de juro dos dois países foram-se atenuando. Em detalhe, o *spread* diminuiu 59,40% entre janeiro de 2013 e abril de 2020, o que reflete a diminuição da fragmentação financeira dos mercados.

Numa visão geral, é compreensível que o aumento do *spread* se dê em consequência da crise financeira e da crise da dívida soberana. Tendo em conta que se está perante um país periférico que enfrentava elevadas tensões económicas nesse período conturbado em contracena com um país central, a concessão de crédito a famílias representou um risco mais elevado para as instituições bancárias pelo que, deu-se um aumento das taxas de juro para fazer face ao maior risco de incumprimento que representavam (ver gráfico I em anexo II).

**Gráfico 9. *Spread*: Empréstimos para compra de casa superior a cinco anos**



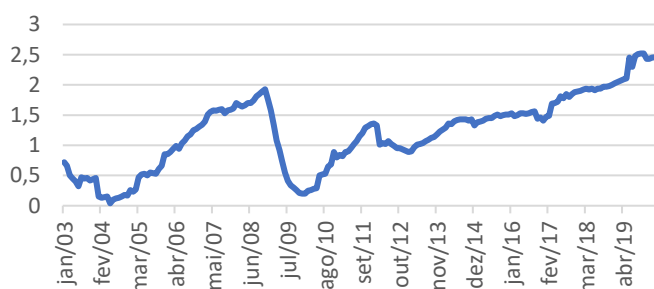
Fonte: Elaboração própria a partir de BCE

### 4.2.2. Empréstimos para consumo e outros fins

A análise ao *spread* das taxas de juro a famílias aplicadas em empréstimos para consumo e outros fins com maturidade superior a cinco anos (gráfico 10) permite verificar que, as taxas de juro portuguesas aplicadas nesse contexto foram maioritariamente superiores às praticadas na Alemanha (ver também gráfico J em anexo II).

A observação em detalhe do *spread* relativo aos dois países para as taxas de juros praticadas nos empréstimos a famílias para consumo e outros fins com prazo original superior a cinco anos permite constatar que, no período pré-crise, os mercados europeus estavam relativamente integrados, tendo atingido o valor de 0,04pp em maio de 2004. No entanto, com o avançar dos anos, as lacunas do processo de integração europeu agravaram-se com o culminar da crise financeira em 2008 e as taxas de juro entre os dois países em análise atingiram uma discrepância de 1,93pp em novembro de 2008. Assim, apesar da redução do *spread* em 89,63% até janeiro de 2010, a crise da dívida soberana veio novamente fazer salientar a discrepância entre os dois países, registando 1,33pp em fevereiro de 2012. No entanto, ao contrário do expectável, a aplicação de medidas não convencionais não conduziu à redução da discrepância entre os dois mercados pelo que, a fragmentação financeira entre os dois países teve um aumento de 1,57pp entre janeiro de 2013 e abril de 2020.

**Gráfico 10. *Spread*: Empréstimos para consumo e outros fins superiores a cinco anos**



Fonte: Elaboração própria a partir de BCE

#### **4.2.3. Diferenças no montante de empréstimos para compra de casa**

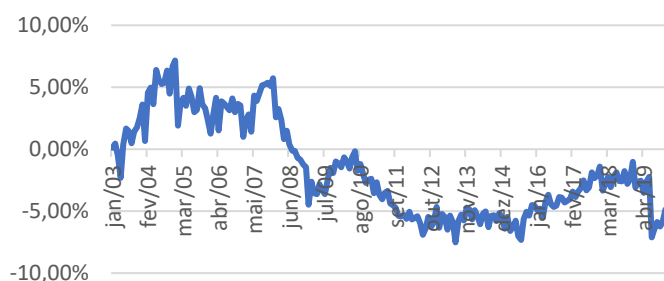
Numa visão geral sobre a diferença no montante de empréstimos para a compra de casa (novos empréstimos) em percentagem do PIB (gráfico 11) pode afirmar-se que, o período que antecedeu a crise financeira ficou marcado pela maior concessão de empréstimos em Portugal, quando comparado com a Alemanha. No entanto, as graves perturbações económicas provocadas pela crise financeira e pela crise da dívida soberana inverteram o padrão de concessão de crédito e em resultado, a diferença no valor dos empréstimos para a compra de casa passou a ser negativa até ao fim da janela temporal.

A análise mais detalhada permite verificar que, no período que antecedeu a crise financeira, a quantidade de empréstimos concedidos em Portugal era superior à concedida

na Alemanha, atingindo uma diferença máxima de 7,16% em dezembro de 2004. No entanto, a partir de dezembro de 2007 (5,71%), a discrepância assumiu uma tendência decrescente até janeiro de 2009 (-4,49%). Assim, apesar da maior proximidade entre os dois mercados em junho de 2010 (-0,16%), a diferença no valor dos empréstimos voltou a aumentar em consequência do reforço da redução da concessão de crédito em Portugal (ver gráfico K em anexo II), que se viu bastante limitado pelas consequências nefastas da crise da dívida soberana. Em resultado, a diferença no valor dos empréstimos atingiu o valor negativo de 7,52% em julho de 2013.

O fortalecimento das medidas não convencionais em 2014, permitiram uma recuperação mais rápida da facilidade de concessão de crédito nos países periféricos como Portugal do que nos países centrais, cuja transmissão da política monetária já ocorria com mais facilidade. Assim, a partir de julho de 2015, deu-se o apaziguamento da heterogeneidade entre os dois países em -78,01% até dezembro de 2018 e, apesar do decréscimo da diferença para -7,12% em julho de 2019, recuperou novamente em -51,97% até março de 2020.

**Gráfico 11. Diferença no montante de empréstimos para compra de casa em percentagem do PIB**



Fonte: Elaboração própria a partir de BCE

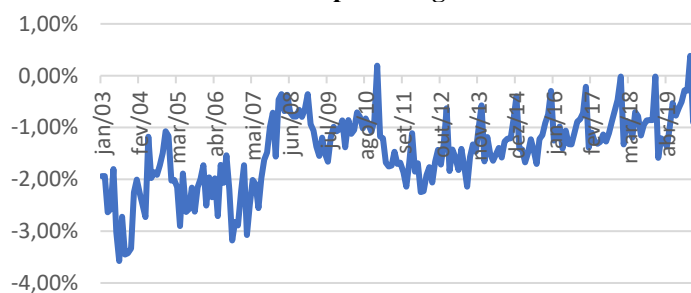
#### 4.2.4. Diferenças no montante de empréstimos para consumo

Através da análise da diferença no valor dos empréstimos para consumo (novos empréstimos) em percentagem do PIB (gráfico 12) pode observar-se que, apesar de não ter seguido um padrão muito linear ao longo da janela temporal observada, o montante de empréstimos concedidos na Alemanha foi maioritariamente superior à quantidade de empréstimos concedidos em Portugal.

Em análise mais detalhada, pode observar-se que, o período que antecedeu a crise financeira de 2008 demarcou-se pela elevada discrepância entre os dois países, atingindo o ponto máximo negativo de -3,58% em julho de 2003. O período de maior proximidade

entre os dois países deu-se no espaço temporal marcado pela crise financeira em resultado da diminuição da concessão de empréstimos em Portugal e do aumento na Alemanha, isto é, diminuiu 10,70% e aumentou 37,60% respetivamente, entre dezembro de 2008 e junho de 2009 (ver gráfico L em anexo II). Além disso, em consequência da crise da dívida soberana que afetou fortemente os países periféricos, Portugal viu limitado o acesso dos bancos nacionais a financiamento nos mercados internacionais pelo que, voltou a baixar a quantidade de empréstimos concedidos, levando à diferença de -2,24% em março de 2012. Contudo, apesar do padrão pouco regular seguido até ao fim da janela temporal, é possível afirmar que, a adoção de medidas não convencionais, o impacto de alguns *forward guidance* e a criação da união bancária provocaram a redução da diferença em 54,91%, até ao fim da janela temporal (março de 2020).

**Gráfico 12. Diferença no montante de empréstimos para consumo em percentagem do PIB**



Fonte: Elaboração própria a partir de BCE

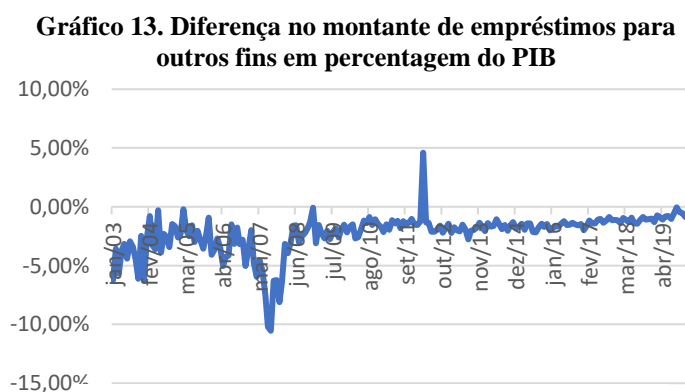
#### **4.2.5. Diferenças no montante de empréstimos para outros fins**

A análise relativa à diferença no montante de empréstimos para outros fins (novos empréstimos) em percentagem do PIB (gráfico 13) permite verificar que, a quantidade de empréstimos concedida foi maioritariamente superior na Alemanha quando comparado com Portugal.

A observação detalhada permite compreender que, o ano de 2003 foi marcado por uma acentuada discrepância entre os dois países, registando valores de -6,24% em janeiro de 2003 e -6,31% em dezembro do mesmo ano, pois os montantes de empréstimos na Alemanha eram bastante superiores aos concedidos em Portugal. No entanto, apesar dessa tendência ter sido apaziguada, o país alemão aumentou a concessão de crédito em 132,21% entre fevereiro e setembro de 2007 (ver gráfico M em anexo II), o que fez disparar a diferença entre os dois países para -10,54% em setembro desse ano. Desde

então, a discrepância entre os dois países foi relativamente pequena ao longo da janela temporal, excetuando o período marcado pela crise financeira, nomeadamente em janeiro de 2009 (-3,03%). Além disso, o espaço de tempo marcado pela crise da dívida soberana remonta a um momento excecional em março de 2012 em que a quantidade de crédito concedida em Portugal foi 4,60% superior ao concedido na Alemanha. Este caso atípico pode ser objeto de investigação futura.

Em consequência das medidas não convencionais adotadas e do impacto de alguns *forward guidance*, que vieram aumentar a eficácia da transmissão da política monetária especialmente para os países periféricos, a discrepância entre os dois países foi atenuada ao longo da janela temporal, registando o valor mínimo de -0,05% em setembro de 2019. Importa notar que, a quantidade de empréstimos que Portugal e Alemanha concederam nos anos mais recentes não foi além de 2% (ver gráfico M em anexo II).



Fonte: Elaboração própria a partir de BCE

#### 4.3. Diferenças na estrutura do crédito bancário

Através da análise do gráfico 14 é possível verificar a estrutura de crédito dos dois países no momento antes da crise (2007) e no momento posterior à crise financeira e à crise da dívida soberana (2018).

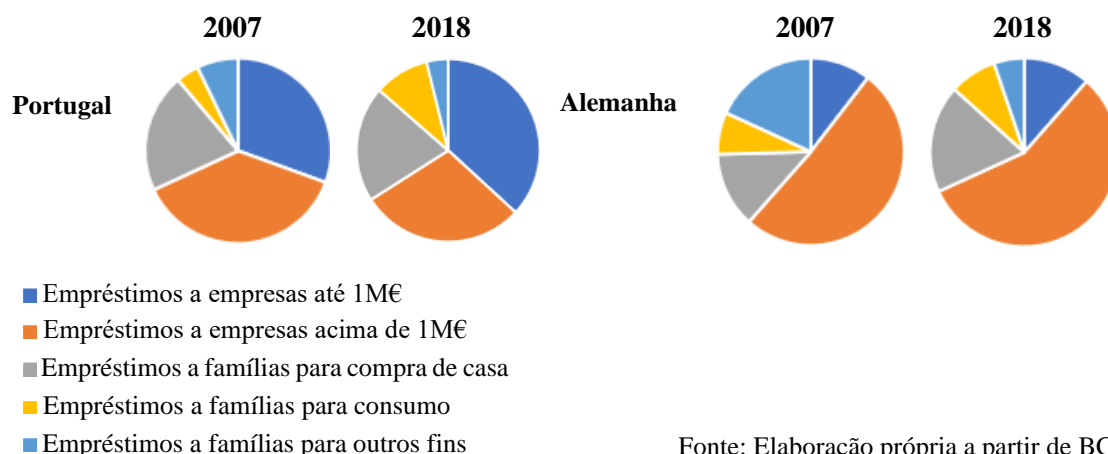
A análise da estrutura de crédito do caso português permite verificar que sofreu ligeiras alterações após o período economicamente conturbado que atravessou em consequência da crise financeira de 2008 e, posteriormente, da crise da dívida soberana. Assim, a concessão de crédito a empresas até 1M€ tomou maior importância (2007: 31%; 2018: 37%) no momento posterior à crise financeira e à crise da dívida soberana, no entanto, a tendência inverteu-se no que respeita a empréstimos acima de 1M€ uma vez que, a concessão de crédito nestas circunstâncias diminuiu (2007: 38%; 2018: 29%). Neste

sentido, pode afirmar-se que, estas crises vieram alterar a estrutura de concessão de crédito, isto é, passou a conceder-se mais empréstimos a PME do que a grandes empresas. No que respeita a empréstimos a famílias, o montante de empréstimos para a compra de casa não sofreu alterações (2007: 21%; 2018: 21%) no entanto, aumentou a concessão de empréstimos para consumo (2007: 4%; 2018: 10%) e baixou o valor de empréstimos concedidos para outros fins (2007: 7%; 2018: 4%).

No caso alemão, a análise da estrutura de crédito no momento antes e depois da crise financeira permite verificar que, na maioria, houve um ligeiro aumento na concessão de crédito para todas as categorias à exceção do valor dos empréstimos concedidos para outros fins. A análise detalhada permite verificar que, tanto o crédito concedido a empresas até 1M€ como o montante concedido acima de 1M€ aumentou no momento posterior à crise financeira (2007: 10% e 2018: 11%; 2007: 51% e 2018: 57%, respetivamente). No mesmo sentido, é possível analisar que, o montante de empréstimos a famílias para a compra de casa (2007: 13%; 2018: 18%) e consumo (2007: 7% e 2018: 8%) aumentou no momento posterior à crise financeira e diminuiu bastante para os empréstimos dirigidos a outros fins (2007: 18%; 2018: 5%).

A comparação entre os dois países, leva a concluir que, tanto no momento anterior à crise como posterior, a concessão de crédito até 1M€ foi sempre superior em Portugal quando comparado com a Alemanha e em contraparte, a concessão de crédito acima de 1M€ na Alemanha foi sempre superior à concedida em Portugal, nos dois momentos observados. Quanto ao crédito concedido a famílias, verificou-se que, no momento anterior e posterior à crise financeira, o valor de empréstimos para compra de casa foi sempre superior em Portugal, no entanto, o montante de empréstimos concedidos para outros fins foi sempre superior na Alemanha. Importa notar ainda que, o montante de empréstimos para consumo foi relativamente semelhante nos dois países, no momento antes e depois da crise.



**Gráfico 14. Estrutura de crédito**

#### 4.4. Resultados econométricos

Nesta secção apresentam-se os resultados de algumas regressões, obtidos através do método dos mínimos quadrados ordinários (*Ordinary Least Squares* - OLS), para tentar perceber melhor o efeito do desempenho relativo das economias portuguesa e alemã nas variáveis em estudo, o *spread* das taxas de juro e a diferença do montante dos empréstimos às empresas por parte da banca. A base de dados corresponde a valores trimestrais das variáveis entre o 1º trimestre de 2003 e o 4º trimestre de 2019 (ver Quadro 4.1. e anexo III).

Em primeiro, quanto maior a diferença entre as taxas de crescimento do PIB dos dois países ( $gPRT - gDEU$ ), menor deve ser o *spread* entre as taxas de juro para empréstimos até e acima de um milhão de euros ( $rPRT - rDEU$ ). Se a economia portuguesa cresce mais do que a alemã, o risco dos investimentos, *ceteris paribus*, tende a ser menor e isso deve refletir-se em menores taxas de juro aplicadas em empréstimos a empresas, por parte da banca. Deste modo, o sinal estimado obtido (negativo) é o esperado e é significativo para ambos os casos, a um nível de significância estatística de 99%.

Em segundo lugar, quanto maior a diferença entre as taxas de crescimento do PIB entre os dois países ( $gPRT - gDEU$ ), maior deverá ser, *ceteris paribus*, a diferença do montante de empréstimos concedidos, porque numa economia que cresce mais, é de esperar que a banca conceda mais crédito às empresas. No caso dos empréstimos até um milhão de euros, o sinal positivo obtido na regressão é o esperado, apesar do menor nível de

significância estatística a 90%. No caso dos empréstimos superiores a um milhão de euros, e contrariamente ao que seria de esperar, o sinal obtido na regressão é negativo e estatisticamente insignificante. Tal indicia que existem outros fatores determinantes do montante de empréstimos concedidos, para além do bom ou mau desempenho das economias. Por exemplo, podem atuar aqui outros fatores, designadamente a força económica dos países, o seu poderio político, a confiança dos agentes económicos, a solidez do sistema bancário, entre outros.

#### Quadro 4.1. Regressões econométricas

	<i>Spread</i> (<1M€)	<i>Spread</i> (>1M€)	Dif. Mont. (<1M€)	Dif. Mont. (>1M€)
<b>Constante</b>	0,016***	0,013***	0,085***	-0,110***
<i>estatística t</i>	14,968	11,675	18,268	-15,401
<b>Dif. g</b>	-0,575***	-0,525***	0,894*	-1,068
<i>estatística t</i>	-4,810	-4,397	1,753	-1,368
<b>Observações</b>	64	64	64	64
<b>R<sup>2</sup></b>	0,260	0,227	0,044	0,028

## 5. A União Bancária: situação presente e perspectivas futuras

A crise financeira internacional e a crise das dívidas soberanas vieram expor as fragilidades da União Económica e Monetária (UEM) que se mostrou incompleta e mal preparada para enfrentar as adversidades económicas. Assim, a criação da união bancária tornou-se uma ferramenta chave para responder à crise com o intuito de quebrar a forte ligação que existia entre o setor bancário e o setor soberano (Bazoti, 2020). Além disso, contribuiu para a diminuição da fragmentação financeira dos mercados, através da redução do risco e do reforço da estabilidade financeira da UEM (Panetti, 2019). Apesar de já estarem operacionais os dois primeiros pilares da União Bancária, MUS e o MUR, ainda está em discussão a aplicação do terceiro pilar – Sistema Europeu de Seguro de Depósitos (European Central Bank, 2018).

A Comissão Europeia lançou em 2015 um relatório que salientava a necessidade de concluir a união bancária com o intuito de ultrapassar as discrepâncias dos mercados através do SESD para os depósitos bancários na área do euro - o terceiro e último pilar (Panetti, 2019). O principal objetivo deste pilar passaria pelo aumento da resiliência em relação a eventuais futuras crises, reforçando a capacidade de resistência dos sistemas nacionais de garantia de depósitos a fortes choques assimétricos (locais). Assim, a promoção da estabilidade financeira a nível europeu dar-se-ia através do incremento da confiança dos depositantes que sentiriam que os seus depósitos estariam seguros em qualquer banco, sem estarem dependentes da sua localização. Em consequência, iria promover a concorrência equitativa entre os diversos bancos (European Commission, 2015b). Esta proposta feita pela Comissão asseguraria todos os depósitos inferiores a 100.000€ de qualquer banco pertencente a um sistema nacional de seguro na união bancária e intercederia quando um banco entrasse em liquidação ou resolução e tivesse que ser assegurada a disponibilidade dos depósitos (Panetti, 2019).

A aplicação do SESD seria faseada por três etapas. A primeira fase diz respeito ao *reinsurance*, uma fase com durabilidade de três anos que decorreria até 2020, em que o sistema garantiria ajudas de liquidez e absorção de algumas perdas dos sistemas nacionais de seguro que pudessem estar em risco. A segunda fase consiste no *coinsurance* que se realizaria durante quatro anos (até 2024), na qual os sistemas nacionais de seguro e o SESD atuariam ao mesmo tempo, sendo que este absorveria uma maior proporção de

custos praticados pelos sistemas nacionais. Na última fase de *full insurance* (a partir de 2024), o SESD seria substituto dos sistemas nacionais de seguro de cada país e daria cobertura a todas as carências de liquidez. Além disso, nesta etapa o fundo único de resolução devia garantir “0,8% do total de depósitos cobertos de todos os bancos da União Bancária” (Panetti, 2019, p. 80), que seria construído no decorrer do período de transição entre fases (Panetti, 2019).

Contudo, a proposta da Comissão Europeia provocou algum atrito no Parlamento Europeu e no Conselho pelo que, foi sujeita a revisão em 2017. A principal revisão relacionou-se com o abrandamento da velocidade de transição entre as diversas fases do SESD. Neste sentido, na fase inicial, o SESD cobriria unicamente a falta de liquidez de um sistema nacional de seguro e além disso, todas as transferências de fundos do SESD iriam ser consideradas como empréstimos reembolsáveis. A transição para a segunda fase estaria sujeita a uma avaliação da qualidade dos ativos, ainda na fase de *reinsurance*, de modo a garantir que os problemas bancários eram resolvidos a priori, o que diminuiria o risco de partilha. Por último, assim que fosse propício, o SESD iria fornecer assistência total de liquidez (Panetti, 2019). A questão dos *Non-Performing Loans* (NPL) tem sido umas das principais temáticas que tem criado entraves no avanço em direção à conclusão da União Bancária. Apesar da quantidade de NPL ter baixado ao longo dos anos, ainda continua bastante elevada em alguns países com condições económicas mais fracas. Assim, alguns Estados membros têm defendido que estes países devem assegurar *a priori* que os problemas sejam resolvidos no seu local de origem e garantir maior solidez financeira no balanço dos bancos antes de se exporem à elevada partilha de risco com outros países (Bazoti, 2020).

Em suma, o desenho do SESD não é consensual, refletindo opiniões bastante dispares entre os Estados membros, especialmente em França e Alemanha, que têm levado ao impasse na conclusão da União Bancária. Contudo, este tem sido um tema discutido ao longo dos anos e várias propostas foram feitas para o seu término. Recentemente, o ministro das finanças alemão, Olaf Scholz, veio mostrar a disponibilidade alemã para avançar na discussão sobre o SESD em direção à conclusão da união bancária, através do artigo de opinião publicado no *Financial Times* (2019).

Na sua opinião, existem quatro pontos fundamentais. Em primeiro, alerta para a necessidade de uniformizar os instrumentos de resolução e insolvência dos bancos, independentemente da sua dimensão. Atualmente, apenas os grandes bancos com importância sistémica têm à sua disposição o fundo único de resolução, contudo, os pequenos bancos ainda estão submetidos às leis nacionais de insolvência do seu país. Isto seria uma iniciativa exclusivamente europeia que contribuiria para o reforço da integração bancária. Posteriormente, Scholz salienta a importância da redução de riscos através da diminuição da quantidade de NPL e da “constituição de provisões bancárias para exposições à dívida soberana” (Braga de Macedo et al, 2020, p. 404). Os títulos soberanos aportam risco e é necessário que os bancos europeus diversifiquem mais as suas carteiras de maneira a aumentar a estabilidade financeira. Além disso, defende que deve ser construído um terceiro pilar como sistema europeu que reforçaria o sistema de seguro nacional de depósitos. Contudo, alerta para importância de manter alguma soberania e responsabilidade a nível nacional, o que é particularmente relevante no caso de um banco falir. Nesta situação, os fundos do sistema nacional de garantia de depósitos iriam ser os primeiros a ser utilizados e apenas quando esgotassem, o fundo europeu de seguro de depósitos daria liquidez extra na forma de empréstimos reembolsáveis. Caso se justifique mais financiamento, algum país relevante irá fornecer essa liquidez. Por último, Scholz chama a atenção para a importância de eliminar as oportunidades de arbitragem através da uniformização da tributação bancária a nível da União Europeia de modo a evitar a distorção da concorrência. Assim, existe ainda um grande espaço de manobra a nível institucional e regulatório para fortalecer uma vez mais a confiança no sistema bancário europeu através da diminuição do risco que representa (Scholz, 2019).

Em suma, está na hora de avançar com o SESD especialmente neste período marcado pela saída do Reino Unido da UE e pela renovação da Comissão Europeia, que devem servir de força motriz para avançar rumo à conclusão da União Bancária (Scholz, 2019).

## 6. Conclusão

Os resultados empíricos deste estudo permitiram responder ao objetivo principal da temática com vista à compreensão da fragmentação financeira e o respetivo impacto na economia real no contexto do caso português e assim, entender o contributo da união bancária para a retoma da integração dos mercados financeiros. Deste modo, a análise da janela temporal 2003-2020 permitiu a observância do período anterior e posterior à crise financeira internacional e à crise de dívida soberana, que fizeram oscilar os *spreads* e as diferenças de montantes de empréstimos relativos às empresas não financeiras e famílias.

Em primeiro, a análise empírica das empresas não financeiras permitiu verificar que os custos de empréstimo e as taxas de juro praticadas em Portugal foram maioritariamente superiores aos valores praticados na Alemanha, em consequência do seu ambiente económico mais frágil e da degradação do balanço dos seus bancos. Assim, verificou-se que, quanto maior a maturidade do empréstimo, menor o *spread* face à economia alemã. Além disso, a análise por dimensão do empréstimo permitiu observar que as PME são mais fustigadas que as grandes empresas no acesso ao crédito pois suportam taxas de juro mais elevadas, dado o maior risco que representam. Neste contexto, o *spread* atingiu valores mais elevados do que para grandes empresas, o que significa que as PME estavam ainda mais afastadas da realidade europeia. A observação da diferente estrutura de crédito dos dois países permitiu entender ainda que, a concessão de empréstimos a PME foi superior em Portugal e em contrapartida, a concessão de empréstimos a grandes empresas foi superior na Alemanha. Importa acrescentar a influência estatística da diferença da taxa de crescimento do PIB como causa explicativa do *spread* até e acima de 1M€. A menor significância estatística na diferença do montante de empréstimos até 1M€ e a insignificância estatística na diferença do montante de empréstimos acima de 1M€ pode indiciar a existência de outros fatores explicativos. Por exemplo, a força económica dos países, o seu poderio político, a confiança dos agentes económicos, a solidez do sistema bancário, entre outros. Num trabalho posterior, poderia considerar-se o estudo de outras variáveis que influenciem o preço e a quantidade de empréstimos concedidos de modo a aprofundar as causas explicativas da fragmentação financeira. Contudo, é preciso ter em conta a periodicidade dos dados para que seja compatível com os analisados até agora, que são trimestrais. Em exemplo, tentou-se compreender a significância estatística da variável de endividamento das empresas, mas sem sucesso pois os dados são anuais.

Em segundo, os resultados empíricos relativos às famílias permitiram verificar que a discrepância do preço e da quantidade de empréstimos concedidos foram também prejudicados pela crise financeira e subsequente crise de dívida soberana, afastando Portugal do padrão europeu. Assim, o *spread* maioritariamente negativo relativo a empréstimos para a compra de casa, significou níveis de concessão de crédito mais elevados em Portugal do que na Alemanha. Em contrapartida, o *spread* positivo relativo a empréstimos para consumo e outros fins refletiu-se na concessão de crédito maioritariamente superior na Alemanha, quando comparado com Portugal.

Em suma, verificou-se que, para ambos os agentes económicos, a fragmentação financeira dos mercados afetou fortemente a disponibilidade na obtenção de crédito em Portugal, quando comparado com o padrão europeu. O fraco ambiente económico e o elevado risco de incumprimento que Portugal representava, espelhou-se nas taxas de empréstimo elevadas que prejudicaram a economia real. Assim, para diminuir a fragmentação financeira dos mercados, o BCE viu-se obrigado a adotar medidas não convencionais com o intuito de reparar a eficácia do mecanismo de transmissão de política monetária e deste modo, contribuir para a retoma da homogeneização das taxas de juro entre os Estados membros. Para isso, contribuíram também alguns *forward guidance*, como é o exemplo do anúncio do programa de OMT, e a criação da união bancária. Este foi um marco bastante importante para a reestruturação do sistema bancário e por consequência, para a diminuição da fragmentação financeira dos mercados. Assim, tornou-se uma ferramenta chave para responder à crise com o intuito de quebrar a forte ligação que existia entre os bancos e o soberano. Além disso, assumiu um papel fundamental no apoio ao crédito e ao crescimento económico, no conserto do balanço dos bancos e no aumento da transmissão da política monetária, reforçando a estabilidade do sistema bancário. Apesar de estarem em vigor dois pilares, é agora prioridade máxima terminar a união bancária através da implementação do terceiro e último pilar para o reforço da integração financeira.

Neste contexto, outra das sugestões para estudo posterior passa pela observância dos efeitos económicos da pandemia Covid-19 no preço e na quantidade de empréstimos concedidos e a respetiva discrepância entre Portugal e Alemanha. Além disso, poderia estudar-se a adoção do novo pacote de medidas não convencionais pelo BCE e os respetivos efeitos na recuperação económica.

### Referências bibliográficas

1. Abascal, M., Alonso, T. and Mayordomo, S. (2013) 'Fragmentation in European Financial Markets: Measures, Determinants, and Policy Solutions', Working Paper 13/22.
2. Al-Eyd, A.; Berkmen, S. P. (2013) 'Fragmentation and monetary policy in the euro area', Working Paper 13/208.
3. Aristei, D. and Gallo, M. (2014) 'Interest rate pass-through in the Euro area during the financial crisis: A multivariate regime-switching approach', *Journal of Policy Modeling*, 36(2), pp. 273–295.
4. Arnold, I. J. M. and van Ewijk, S. E. (2014) 'The impact of sovereign and credit risk on interest rate convergence in the euro area', De Nederlandsche Bank Working Paper.
5. Avouyi-Dovi, S., Horny, G. and Sevestre, P. (2017) 'The stability of short-term interest rates pass-through in the euro area during the financial market and sovereign debt crises', *Journal of Banking & Finance*, 79, pp. 74–94.
6. Baldwin, R. and Wyplosz, C. (2019) *The economics of European Integration*. 6<sup>a</sup> Edição. Londres: McGraw-Hill Education.
7. Banco de Portugal (2020, a) 'Eurosysteem's asset purchase programmes'. Disponível em: <https://www.bportugal.pt/en/page/monpol-eurosystems-asset-purchase-programmes> [Acesso a: 22/05/2020]
8. Banco de Portugal (2020, b) 'Targeted longer-term refinancing operations (TLTRO)'. Disponível em: <https://www.bportugal.pt/en/page/polmon-tiltro> [Acesso a: 22/05/2020]
9. Bazoti, P. (2020) 'The missing European Deposit Insurance Scheme', *Region & Periphery*, (9), pp. 151–158.
10. Berenberg-Gossler, P. and Enderlein, H. (2016) 'Financial market fragmentation in the euro area: State of play', Policy Paper, (177).
11. Braga de Macedo, J.; Cassola, N.; Da Rocha Lopes, S. (2020) *Por onde vai a banca em Portugal?* 1<sup>a</sup> Edição. Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos.
12. Canova, F., Ciccarelli, M. and Altavilla, C. (2016) 'Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through', Working Paper 425.



13. Ciccarelli, M., Maddaloni, A. and Peydró, J. L. (2013) ‘Heterogeneous transmission mechanism. Monetary policy and financial fragility in the Euro area’, Working Paper 1257.
14. Collignon, S. (2014) ‘Unconventional Monetary Policy and Financial Market Fragmentation in the Euro Area’.
15. Cour-Thimann, P. and Winkler, B. (2013) ‘The ECB’s Non-standard Monetary Policy Measures; The Role of Institutional Factors and Financial Structure’, Working Paper 1528.
16. De Sola Perea, M. and Van Nieuwenhuyze, C. (2014) ‘Financial integration and fragmentation in the euro area’. *Economic Review*, (i), pp. 99–125.
17. Demary, M., Diermeier, M. and Haas, H. (2015) ‘A capital markets union for Europe: The relevance of banks and markets’. IW policy paper.
18. Dor, E. (2019) ‘The financial fragmentation of the euro area is the main challenge for the ECB and the sustainability of the monetary union’.
19. European Central Bank (2012) ‘Financial integration in Europe’.
20. European Central Bank (2013) ‘Assessing the Retail Bank Interest Rate Pass-Through in the Euro Area at Times of Financial Fragmentation’, ECB Monthly Bulletin.
21. European Central Bank (2014) ‘SME Access to Finance in the Euro Area: Barriers and Potential Policy Remedies’, ECB Monthly Bulletin.
22. European Central Bank (2015) ‘The transmission of the ECB’s recent non-standard monetary policy measures’, *Economic Bulletin*, 7, pp. 1–19.
23. European Central Bank (2016) ‘Financial Integration in Europe’.
24. European Central Bank (2017) ‘MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy’.
25. European Central Bank (2018) ‘Financial Integration in Europe’.
26. European Central Bank (2019). ‘ECB announces changes to new targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III)’. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190912~19ac2682ff.en.html> [Acesso a: 22/05/2020]
27. European Commission (2013) ‘European Economic Forecast’, *Economic and Financial Affairs*.

28. European Commission (2015a) ‘Quarterly Report on the Euro Area III. Revisiting the real interest rate mechanism’, Institutional paper 016, Volume 14 (No. 4/2015).
29. European Commission (2015b) ‘Towards the completion of the Banking Union’.
30. Holton, S. and Rodriguez d’Acri, C. (2015) ‘Jagged cliffs and stumbling blocks: interest rate pass-through fragmentation during the euro area crisis’, Working Paper 1850.
31. Horvath, R. (2018) ‘Financial market fragmentation and monetary transmission in the euro area: what do we know?’, *Journal of Economic Policy Reform*, 21(4), pp. 319–334.
32. Illes, A. and Lombardi, M. J. (2013) ‘Interest rate pass-through since the financial crisis’, *BIS Quarterly Review*, September.
33. Leão, J., Martins, A. and Gonçalves, J. (2014) ‘Financiamento da Economia Portuguesa: um Obstáculo ao Crescimento?’, Gabinete de Estratégia e Estudos, Ministério da Economia.
34. Laeven, L. and Tressel, T. (2014). ‘From Fragmentation to Financial Integration in Europe’. International Monetary Fund.
35. Leroy, A. and Lucotte, Y. (2015) ‘Heterogeneous monetary transmission process in the Eurozone: Does banking competition matter?’, *International Economics*, 141, pp. 115–134.
36. Leroy, A. and Lucotte, Y. (2016) ‘Structural and cyclical determinants of bank interest-rate pass-through in the Eurozone’, *Comparative Economic Studies*, 58(2), pp. 196–225.
37. Louri, H. and Migiakis, P. (2015) ‘Interest rate spreads and fragmentation in the euro-area banking markets; heterogeneities and ECB’s policy’.
38. Magnus, M. (2019) ‘Ficha Técnicas sobre a União Europeia. União Bancária’. European Parliament. Disponível em: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pt/sheet/88/uniao-bancaria> [Acesso a 29/04/2020]
39. Panetti, E. (2019) ‘Sinopse de economia. A Economia do Sistema Europeu de Seguro de Depósitos’, *Revista de Estudos Económicos*, p. 71-91.

40. Rojo, M. ; Gispert, T. ; Fernández de Lis, S. and Golecki, W. (2014) ‘A banking union for Europe: making a virtue out of necessity’. BBVA Research. Working Paper 14/18, Madrid.
41. Scholz, O. (2019) ‘Germany will consider EU-wide bank deposit reinsurance’, *Financial Times*. Disponível em: <https://www.ft.com/content/82624c98-ff14-11e9-a530-16c6c29e70ca> [Acesso a: 22/07/2020]
42. Dragui, M. (2012) ‘Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London’. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> [Acesso a: 27/04/2020]
43. Draghi, M. (2014) ‘Financial Integration and Banking Union - Speech by Mario Dragui, President of the ECB, at the conference for the 20th anniversary of the establishment of the European Monetary Institute’. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140212.en.html> [Acesso a: 14/04/2020]
44. Praet, P. (2012) ‘Heterogeneity in a monetary union: What have we learned? Disponível em: [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120615\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120615_1.en.html) [Acesso a: 27/04/2020]
45. Terzi, N. (2011) ‘An assessment of financial integration in European Union’, in. Vilnius: CONTEMPORARY ISSUES IN BUSINESS, MANAGEMENT AND EDUCATION\_2011, pp. 277–289.
46. Van Leuvensteijn, M. et al. (2013) ‘Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area’, *Applied Economics*, 45(11), pp. 1359–1380.

**Anexos****ANEXO I**

- **Política monetária não convencional e *Forward Guidance***

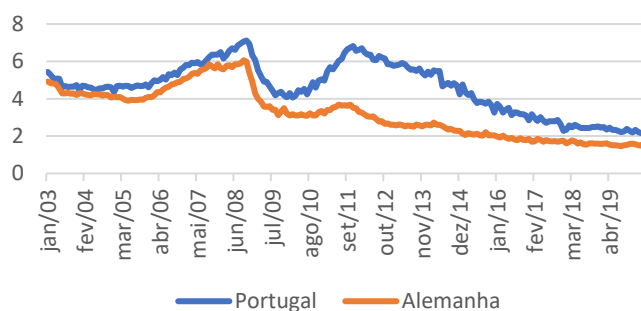
Data	Medida não convencional e <i>Forward Guidance</i>	Observações	Fonte
7 de maio de 2009	Anúncio de <i>Covered Bond Purchase Programme 1 (CBPP1)</i>		Collignon (2014)
10 de maio 2010	Anúncio de <i>Securities Markets Programme (SMP)</i>		
6 de outubro 2011	Anúncio do <i>Covered Bond Purchase Programme 2 (CBPP2)</i>		
8 de dezembro 2011	Anúncio de duas séries de <i>Long Term Refinancing Operation (LTRO)</i> com maturidade de 36 meses		
20 de dezembro de 2011	<i>Long Term Refinancing Operation (LTRO I)</i>		
28 de fevereiro de 2012	<i>Long Term Refinancing Operation (LTRO II)</i>		
26 de julho de 2012	Discurso de Mário Dragui: “ <i>whatever it takes</i> ” para salvar o euro		
5 de julho de 2014	Anúncio de <i>Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO)</i> com maturidade de 48 meses		
2 de outubro de 2014	Anúncio de <i>Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)</i>	<i>Asset Purchase Programmes (APP)</i>	Banco de Portugal (2020, a)
2 de outubro de 2014	Anúncio de <i>Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)</i>		
22 de janeiro de 2015	Anúncio de <i>Public Sector Purchase Programme (PSPP)</i>		
10 de março de 2016	Anúncio de <i>Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)</i>		
10 de março de 2016	Anúncio da segunda série de <i>Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO II)</i>		Banco de Portugal (2020, b)
7 de março de 2019	Anúncio da terceira série de <i>Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO III)</i>		European Central Bank (2019)

## ANEXO II

### 4.1. Empresas não financeiras

#### 4.1.1. Custos de empréstimos

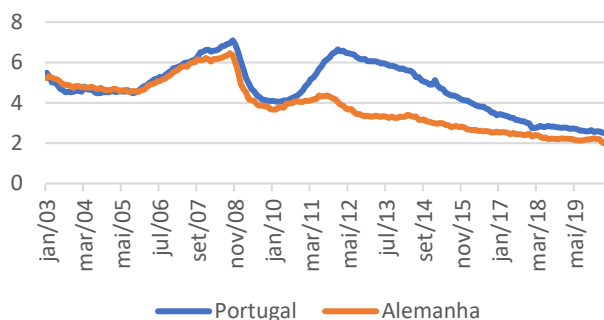
Gráfico A. Custos de empréstimos



Fonte: Banco Central Europeu

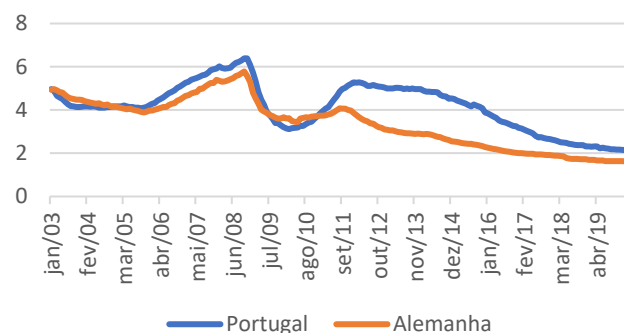
#### 4.1.2. Empréstimos com diferentes maturidades

Gráfico B. Empréstimos até um ano



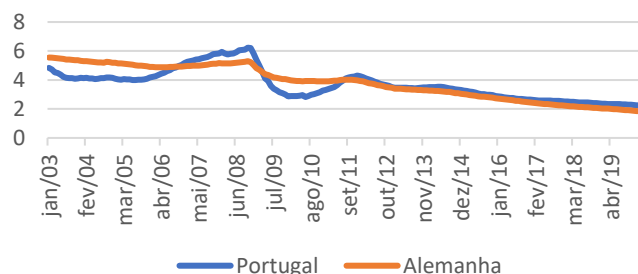
Fonte: Banco Central Europeu

Gráfico C. Empréstimos de um a cinco anos



Fonte: Banco Central Europeu

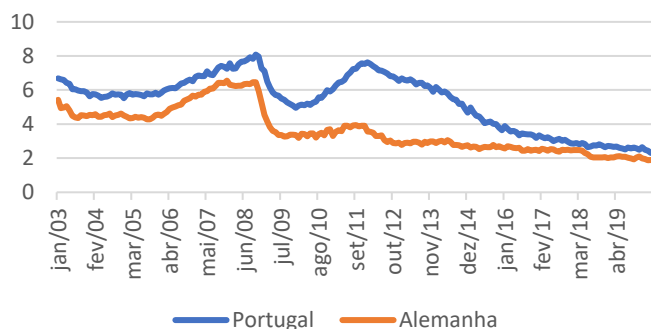
Gráfico D. Empréstimos superiores a cinco anos



Fonte: Banco Central Europeu

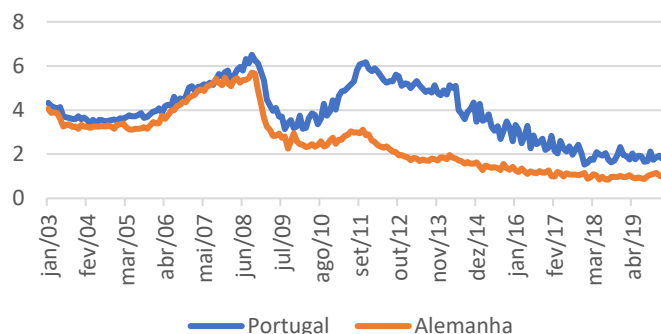
### 4.1.3. Empréstimos por valor a empresas até 1M€ e acima de 1M€

Gráfico E. Empréstimos até 1M€



Fonte: Banco Central Europeu

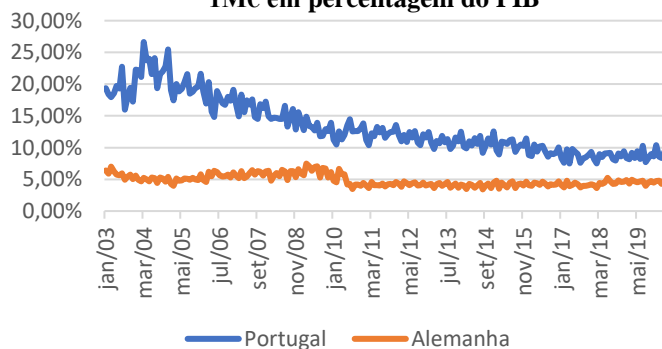
Gráfico F. Empréstimos acima de 1M€



Fonte: Banco Central Europeu

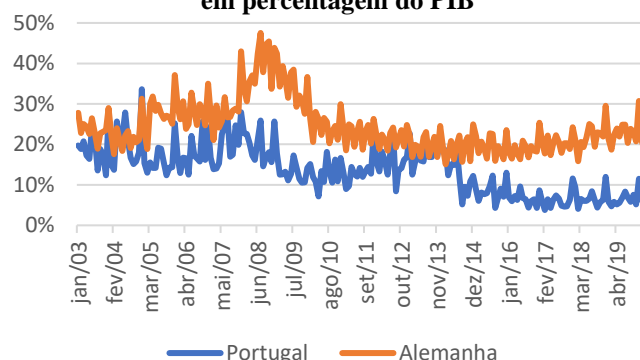
### 4.1.4. Diferença no valor dos empréstimos até 1M€ e acima de 1M€ (novos empréstimos)

Gráfico G. Montante de empréstimos até 1M€ em percentagem do PIB



Fonte: Banco Central Europeu

Gráfico H. Montante de empréstimos acima de 1M€ em percentagem do PIB

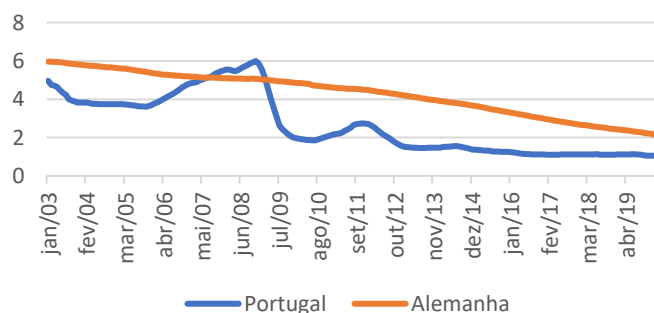


Fonte: Banco Central Europeu

## 4.2. Famílias

### 4.2.1. Empréstimos para compra de casa

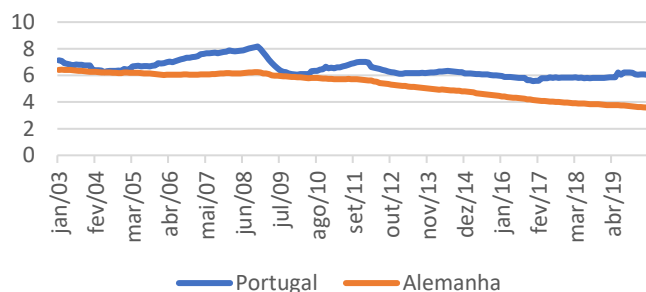
Gráfico I. Empréstimos para a compra de casa superiores a cinco anos



Fonte: Banco Central Europeu

#### 4.2.2. Empréstimos para consumo e outros fins

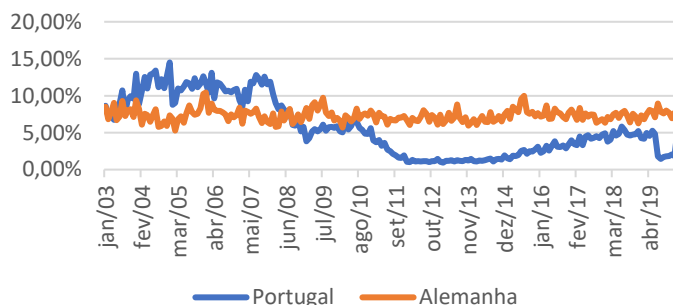
**Gráfico J. Empréstimos para consumo e outros fins superiores a cinco anos**



Fonte: Banco Central Europeu

#### 4.2.3. Montante de empréstimos para compra de casa

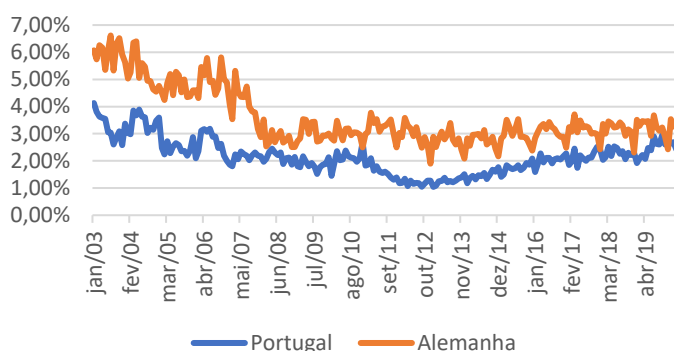
**Gráfico K. Montante de empréstimos para a compra de casa em percentagem do PIB**



Fonte: Banco Central Europeu

#### 4.2.4. Montante de empréstimos para consumo

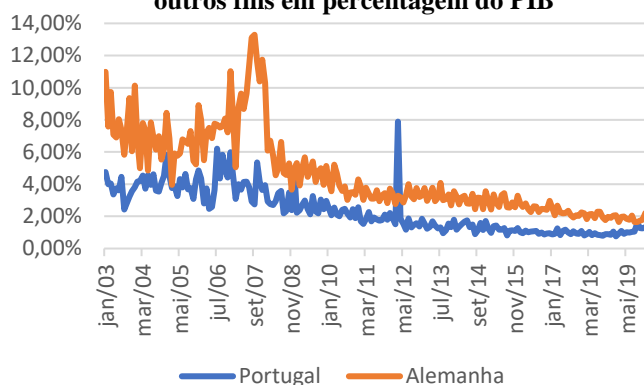
**Gráfico L. Montante de empréstimos para o consumo em percentagem do PIB**



Fonte: Banco Central Europeu

#### 4.2.5. Montante de empréstimos a famílias para outros fins

**Gráfico M. Montante de empréstimos para outros fins em percentagem do PIB**



Fonte: Banco Central Europeu

## ANEXO III

1. *Spread* em empréstimos até 1M€

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,509 <sup>a</sup>	,260	,248	,008961817111

a. Predictors: (Constant), Dif\_g

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,016	,001		14,968	,000
	Dif_g	-,575	,120	-,509	-4,810	,000

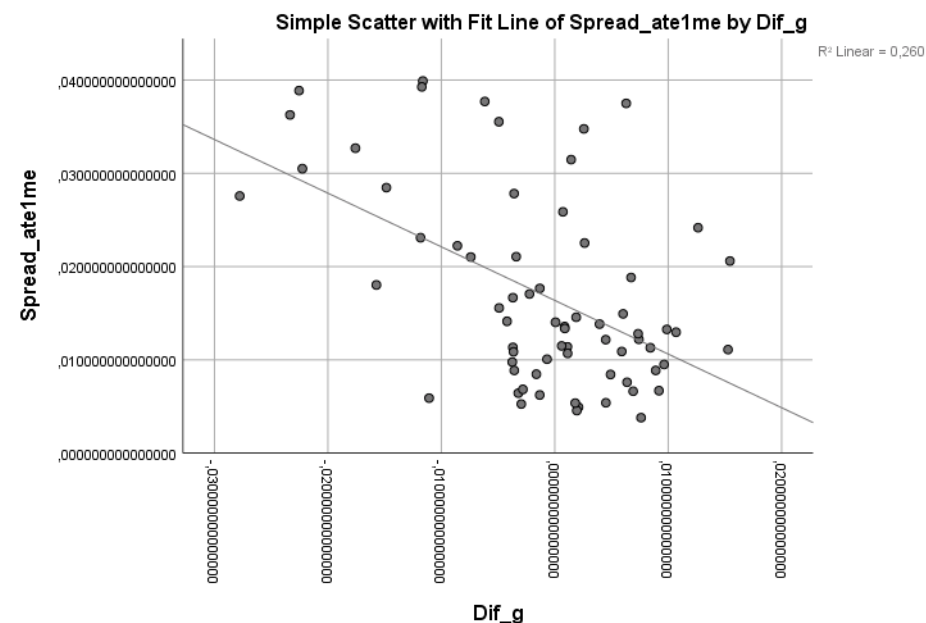
a. Dependent Variable: Spread\_ate1me

2. *Spread* em empréstimos acima de 1M€Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,476 <sup>a</sup>	,227	,215	,008952602893

a. Predictors: (Constant), Dif\_g

b. Dependent Variable: Spread\_acima1me



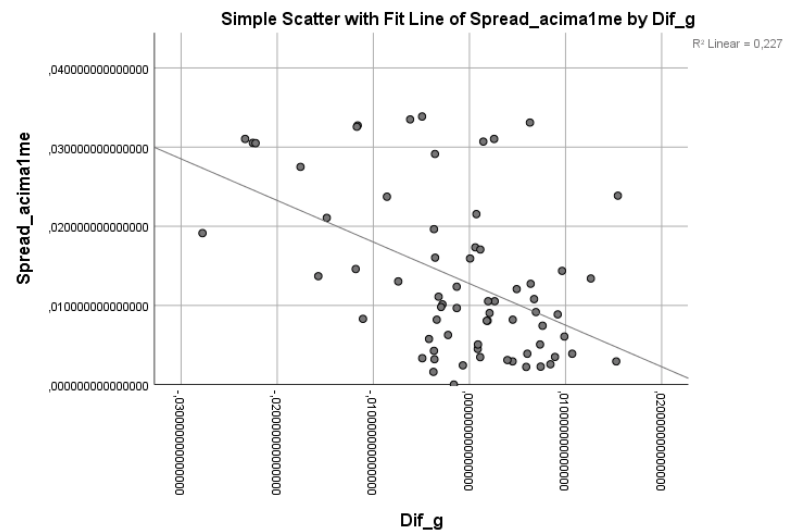
$$A) \widehat{Spread} (< 1M€) = 0,016 - 0,575Dif_g + \mu$$

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,013	,001		11,675	,000
	Dif_g	-,525	,119	-,476	-4,397	,000

a. Dependent Variable: Spread\_acima1me





$$B) \widehat{Spread} (> 1M\text{€}) = 0,013 - 0,525Dif_g + \mu$$

### 3. Diferença no montante de empréstimos até 1M€

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,211 <sup>a</sup>	,044	,030	,038229593753

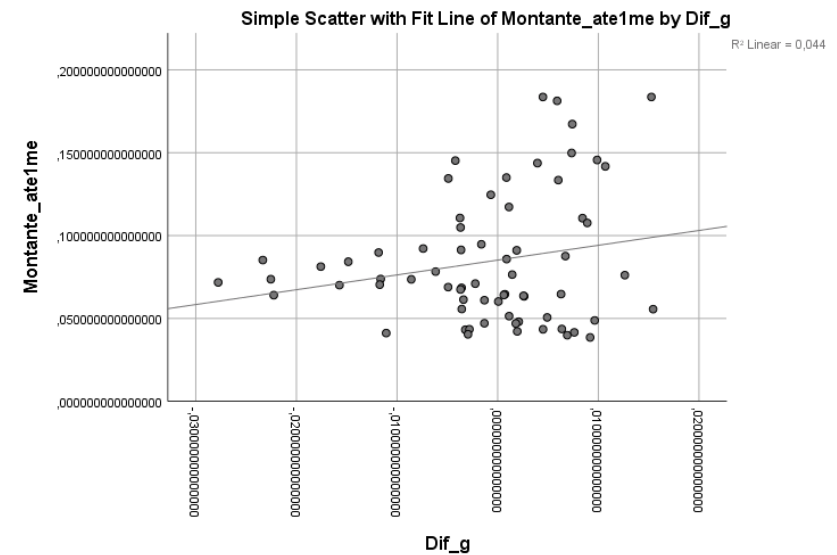
a. Predictors: (Constant), Dif\_g

b. Dependent Variable: Montante\_ate1me

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,085	,005		18,268	,000
	Dif_g	,894	,510	,211	1,753	,084

a. Dependent Variable: Montante\_ate1me



$$C) Dif. \widehat{Montante} (< 1M\text{€}) = 0,085 + 0,894Dif_g + \mu$$

#### 4. Diferença no montante de empréstimos acima de 1M€

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,166 <sup>a</sup>	,028	,013	,058542292951

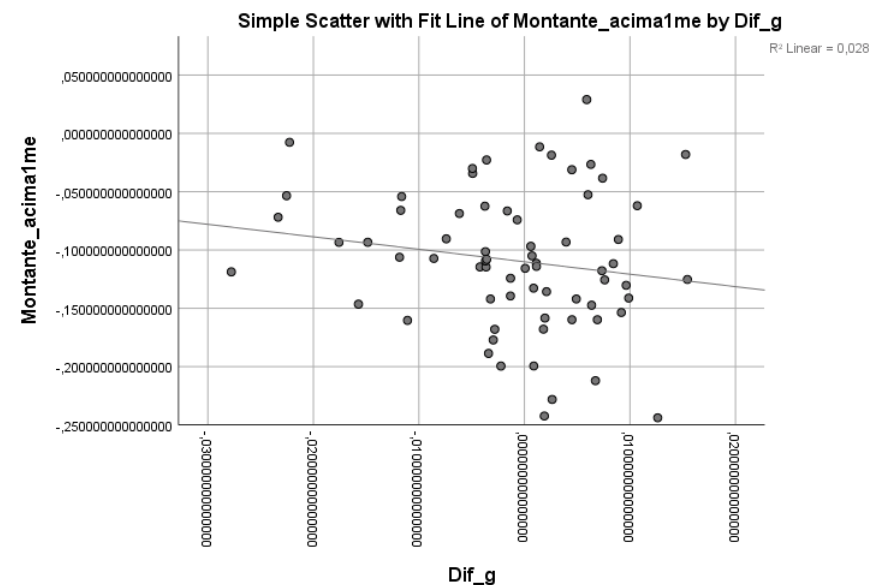
a. Predictors: (Constant), Dif\_g

b. Dependent Variable: Montante\_acima1me

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,110	,007		-15,401	,000
	Dif_g	-1,068	,781	-,166	-1,368	,176

a. Dependent Variable: Montante\_acima1me



$$D) \widehat{Dif. Montante} (> 1M\epsilon) = -0,110 - 1,068Dif_g + \mu$$